

# Erster Teil: Corporate Governance und Kodex bei der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaft

## § 1 Begriff und Inhalt der Corporate Governance

Während über das grundsätzliche Erfordernis von Corporate Governance Einigkeit herrscht, so ist das Begriffsverständnis vielfältig. Der Begriff der "Corporate Governance" wurde der englischsprachigen Ökonomik entliehen. Es war wohl<sup>62</sup> *Oliver Williamson*, der als erster Vertreter der Institutionenökonomik den Begriff der "Governance (Structures)" einführte, um damit ein rechtlich-institutionelles Arrangement zu bezeichnen, welches dazu dienen soll, jene Probleme zu lösen, mit denen sich Vertragsparteien meist langfristiger Verträge konfrontiert sehen.<sup>63</sup> In der Folgezeit fand eine Übertragung dieses Ansatzes von dem Vertragsrecht auf das Gesellschaftsrecht statt, da sich auch die Summe der Beziehungen in dem kapitalgesellschaftlich organisierten Unternehmen als ein Netzwerk von langfristigen Vertragsbeziehungen begreifen lässt.<sup>64</sup>

Nichts ist der rechtswissenschaftlichen Diskussion abträglicher als die Unklarheit der Begriffe.<sup>65</sup> Jedoch ist die Tatsache, dass keine direkte Übersetzung des Begriffs existiert, Auslöser einer solchen, auf Unsicherheiten basierenden Begriffsdiskussion. Gepaart mit dem allgemeinen Problem, dehnbare Begriffe auf eine Definition festzunageln, erklärt sich die Vielfalt von Ansätzen. Nachfolgend soll der Begriff für die Zwecke dieser Arbeit definiert und mit Inhalt

---

<sup>62</sup> Mit dieser Einschätzung *Behrens*, "Corporate Governance", in: FS Drobniig, S. 491; *Escher-Weingart*, ZVglRWiss 99 (2000), 387, 387; *Richter/Furubotn*, Institutionenökonomik, S. 7.

<sup>63</sup> *Williamson*, 22 J. L. Econ. 233, 234 ff. (1979).

<sup>64</sup> Vgl. *Behrens*, "Corporate Governance", in: FS Drobniig, S. 494 mwN zu den in diesem Zusammenhang bahnbrechenden konzeptionellen Entwicklungen in Fn. 8; v. *Werder*, Ökonomische Grundfragen, in: Hommelhoff et al. (Hrsg.), Handbuch CG, S. 6 f.

<sup>65</sup> *Behrens*, "Corporate Governance", in: FS Drobniig, S. 491.

ausgefüllt werden, wobei jeweils nur die zu dem Verständnis der Gedankenführung zwingend notwendigen Grundlagen dargestellt werden.<sup>66</sup>

### A. Notwendigkeit einer Corporate Governance

In der letzten Dekade ist in Deutschland viel über "Corporate Governance" geschrieben worden. Doch das sich dahinter verbergende Problem ist keineswegs neu.<sup>67</sup> Schon 1748 lehrte *Montesquieu* eine "ewige Erfahrung..., dass jeder Mensch, der Macht hat, dazu getrieben wird, sie zu missbrauchen. Er geht immer weiter, bis er an Grenzen stößt."<sup>68</sup> In Bezug auf Manager brachte *Adam Smith* das Problem 1776 auf den Punkt: "The directors of such (public) companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a (public) company."<sup>69</sup>

Beide Zitate sind Ausdruck des Bildes des homo oeconomicus, der – stark vereinfacht – rational und egoistisch handelt.<sup>70</sup> Auch die moderne Institutionenökonomik nimmt an, dass Menschen grundsätzlich nach einer Maximierung ihres individuellen Nutzens streben, der jedoch viele Gestalten annehmen kann.<sup>71</sup> Die Hypothese der Nutzenmaximierung wird auf alle individuellen Wahlhandlungen ausgedehnt. Daraus folgt, dass ein Entscheidungsträger, etwa im Unternehmen, im Staatsaufbau oder der Politik, seine eigenen Entscheidun-

---

<sup>66</sup> Vgl. für eine ausführliche Darstellung zur Entwicklung der Corporate Governance *Jürgens*, Corporate Governance, in: Schuppert (Hrsg.), Governance-Forschung, S. 47 ff.

<sup>67</sup> *Hopt*, Corporate Governance, in: Hommelhoff et al. (Hrsg.), Hachenburg Gedächtnisvorlesung, S. 12.

<sup>68</sup> *Montesquieu*, De l'esprit des loix, Livre XI, Chapitre IV.

<sup>69</sup> *Smith*, Wealth of Nations, S. 124 (Book V, Chapter I).

<sup>70</sup> Zu den diesem Menschenbild zugrundeliegenden Annahmen vgl. *Koss*, Prinzipal-Agent-Konflikte, in: *Hopt et al.* (Hrsg.), Nonprofit-Organisationen, S. 200; auch *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, S. 21 ff.

<sup>71</sup> *Behrens*, "Corporate Governance", in: FS Drobniig, S. 493.

gen trifft und dabei seine eigenen Interessen in den Grenzen verfolgt, die ihm von der Struktur der Organisation, innerhalb derer er handelt, gesetzt sind.<sup>72</sup> Damit schließt sich der Kreis zu Montesquieu und es steht fest, dass "Corporate Governance" kein neuer Forschungsgegenstand ist, sondern der Versuch, einen neuen, allerdings systematischeren Blick auf bekannte Fragestellungen zu richten.

### *I. Principal-Agent-Theorie als Ausgangspunkt*

Die *principal-agent*-Theorie ist ein Teilbereich der ökonomischen Vertragstheorie und das dominierende Modell für das Verständnis, die Rechtfertigung und die Analyse von "Corporate Governance" in erwerbswirtschaftlichen Unternehmen.<sup>73</sup> Lebt man wie Robinson Crusoe auf einer einsamen Insel ohne Kontakt mit anderen Individuen, ergeben sich keine Probleme aus opportunistischen Verhaltensweisen. Die getroffenen Entscheidungen berühren nur einen selbst. Doch lässt sich dieses Konzept in der arbeitsteiligen Wirtschaft nicht aufrechterhalten. Die Arbeitsteilung ermöglicht Effizienzgewinne, führt jedoch auch dazu, dass die Handlungen des Auftragnehmers (*agent*) nicht nur ihn selbst, sondern auch das Nutzenniveau des Auftraggebers (*principal*) beeinflussen.<sup>74</sup> Diese Beziehung wird als *principal-agent*-Beziehung bezeichnet. Auf derartige Beziehungen stößt man im Wirtschaftsleben an jeder Ecke. Der *principal* beauftragt den *agent* mit der Ausführung einer Leistung in seinem Namen, und zu der Erleichterung der Tätigkeit gewährt er einen Entscheidungsspielraum.<sup>75</sup> Durch diesen Spielraum wird die Informationsverteilung nach Abschluss des Vertrags

---

<sup>72</sup> Richter/Furubotn, Institutionenökonomik, S. 3.

<sup>73</sup> Lutter, Jura 2002, 83, 84; Nippa, Konzepte, in: Nippa et al. (Hrsg.), Corporate Governance, S. 12; Kreutz, ZRP 2007, 50, 51; Wittig, Grundlagen, in: Bachert (Hrsg.), CG in NPOs, S. 29; Renz, Project Governance, S. 53; Strieder, DCGK, S. 19; Siebart, Corporate Governance, in: Rasche (Hrsg.), Professional Services, S. 228; vgl. zu den Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie selbst Picot et al., Organisation, S. 72 ff.

<sup>74</sup> Koss, Prinzipal-Agent-Konflikte, in: Hopt et al. (Hrsg.), Nonprofit-Organisationen, S. 202 f.; Veltmann, Corporate Governance, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, S. 372.

<sup>75</sup> Jensen/Meckling, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976).

insoweit asymmetrisch, als die Ausführung des Auftrags von dem *principal* nicht unmittelbar beobachtet werden kann (verstecktes Handeln) oder nur der *agent* während der Auftragsausführung eine Beobachtung gemacht hat (versteckte Information).<sup>76</sup> Der *agent* verfügt folglich über mehr, bessere und unmittelbarere Informationen.

Diese Informationsasymmetrien sind der ideale Nährboden für den homo oeconomicus. Die Grundannahme opportunistischer Verhaltensweisen findet in der *principal-agent*-Theorie in der These ihren Niederschlag, dass zwischen *principals* und *agents* Zielkonflikte existieren. Offenkundiges Beispiel für einen Zielkonflikt ist das Streben des Managements nach Einkommens- und Entfaltungszielen, die dem Gewinnmaximierungsziel der Eigentümer entgegenlaufen.<sup>77</sup> Wenn nun *agents* typischerweise nicht bestmöglich die Interessen des *principals* verfolgen, sondern stets danach streben ihren eigenen Nutzen zu maximieren, wird aus der *principal-agent*-Beziehung das *principal-agent*-Problem.<sup>78</sup>

Wie kann dieses Problem bewältigt oder zumindest abgemildert werden? Dies ist Inhalt der *principal-agent*-Theorie, die sich mit der Analyse der Probleme und mit Lösungsansätzen befasst.<sup>79</sup> Die beiden Thesen der Informationsasymmetrien und der Zielkonflikte geben dabei schon den grundsätzlichen Lösungsweg vor. Es wird versucht, die Ziele der Beteiligten anzugleichen oder Informationsasymmetrien abzubauen.<sup>80</sup> Klassische Instrumente zu einer Interessenangleichung sind in Wirtschaftsunternehmen die Einführung einer Ergebnisbeteiligung für den *agent* oder der Abschluss langfristiger Verträge. Auf die Reduktion der Informationsasymmetrien zielen vor allem umfangreiche Kontroll- und Berichtssysteme ab.

---

<sup>76</sup> Richter/Furubotn, Institutionenökonomik, S. 174; Demougin/Jost, Theoretische Grundlagen, in: Jost (Hrsg.), Die Prinzipal-Agenten-Theorie, S. 45 ff.

<sup>77</sup> Kreutz, ZRP 2007, 50, 51.

<sup>78</sup> Koss, Prinzipal-Agent-Konflikte, in: Hopt et al. (Hrsg.), Nonprofit-Organisationen, S. 203; zu den einzelnen Risiken und Problemen, die in Prinzipal-Agent-Beziehungen entstehen können, vgl. S. 208 ff.; ebenso Steinberg, Principal-Agent Theory, in: Hopt/v. Hippel (Hrsg.), CG of NPOs, S. 76 ff.

<sup>79</sup> Veltmann, Corporate Governance, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, S. 372.

<sup>80</sup> Schäfer, Fund Governance, S. 30; Wittig, Grundlagen, in: Bachert (Hrsg.), CG in NPOs, S. 29; dazu ausführlich Picot et al., Organisation, S. 76 ff.

Gegenwärtig beherrschen zwei Ansätze der *principal-agent*-Theorie die Literatur.<sup>81</sup> Erstens wird ein normativer *principal-agent*-Ansatz vertreten, der sich fast ausschließlich mit der mathematischen Maximierung von Nutzenfunktionen beschäftigt. Zweitens gibt es den für Juristen hilfreicherem positiven *principal-agent*-Ansatz, der sich basierend auf empirischen Ergebnissen mit der Weiterentwicklung von "Techniken der Überwachung und Bindung" im Rahmen der Vertragsgestaltung befasst.<sup>82</sup>

Um das *principal-agent*-Problem und dessen Lösung zu präzisieren, wird das Konzept der Vertretungskosten (*agency costs*) zur Anwendung gebracht. Nach *Jensen* und *Meckling* setzen sich diese aus drei Komponenten zusammen. Erstens kann der *principal* die Zielkonflikte durch Anreizsysteme reduzieren, oder den *agent* überwachen, um die Informationsasymmetrien zu verkleinern und nicht interessengerechtes Verhalten zu vermeiden. Beides verursacht dem *principal* Kosten (weitgehend sind dies die *monitoring*-Kosten). Zweitens hat der *agent* sog. *bonding*-Kosten, die begrifflich wegen ihrer Weite schwer zu erfassen sind. Nach *Jensen* und *Meckling* sind dies Kosten, die der *agent* aufwendet, um sicherzustellen, dass er keine den *principal* schädigende Handlungen vornimmt bzw. dass der *principal* im Falle einer solchen Handlung Kompensation für eingetretene Schäden erhält.<sup>83</sup> Schließlich gehören hierzu drittens die sog. Residualverluste, die dem *principal* dadurch entstehen, dass der *agent* trotz aller Schutzmaßnahmen eine suboptimale Handlungsvariante gewählt hat und damit den Maximalgewinn des *principals* geschmälert hat.<sup>84</sup> Aufgabe der *principal-agent*-Theorie ist es nun, diese Vertretungskosten in ihrem komplexen Zusammenspiel zu minimieren. Sie können auch als die Kosten der Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht bezeichnet werden.<sup>85</sup>

---

<sup>81</sup> *Richter/Furubotn*, Institutionenökonomik, S. 176.

<sup>82</sup> *Jensen*, 58 Acc. Rev. 319, 334 (1983).

<sup>83</sup> Hierzu werden zum Beispiel die Kosten der Berichterstattung an den *principal* gezählt.

<sup>84</sup> *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976).

<sup>85</sup> *Richter/Furubotn*, Institutionenökonomik, S. 177.

## II. *Separation of Ownership and Control I (Berle/Means)*

Die Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht innerhalb eines Unternehmens ist ein bekanntes Beispiel für ein *principal-agent*-Problem.<sup>86</sup> *Berle* und *Means* haben es zu einem allgemeinen Thema gemacht. Sie erkannten 1932 die enorme Macht des Managements bei stark zersplitterter Eigentümerstruktur: "Where ownership is sufficiently subdivided, the management... can become a self-perpetuating body even though its share in the ownership is negligible."<sup>87</sup> Das liegt daran, dass mit einem hohen Zersplitterungsgrad die Kosten koordinierten Verhaltens für den einzelnen Anteilseigner höher sind als der damit erzielbare Nutzen. Der einzelne Kleinanleger verfällt in rationale Apathie, anstatt sich mit anderen Anteilseignern zusammenzuschließen.<sup>88</sup> Das Management hat "freie Hand". Die Verselbständigung des Managements führt letztlich zu einem Verlust eigentumsvermittelter Unternehmenssteuerung, den es auszugleichen gilt, will man die Gefahr einer Selbstbegünstigung durch das Management nicht hinnehmen.<sup>89</sup> Damit wurde die Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht zumindest in der Publikumsgesellschaft als das zentrale Regelungsproblem des modernen Aktienrechts identifiziert.<sup>90</sup>

## III. *Separation of Ownership and Control II (Fama/Jensen)*

1983 griffen *Fama* und *Jensen* das Thema der "separation of ownership and control" wieder auf, wobei sie "control" als Entscheidungsfunktion und "ownership" als Risikotragungsfunktion verstanden.<sup>91</sup> Zur Präzisierung teilten sie die Entscheidungsfunktion bzw. den Entscheidungsprozess in vier Stufen auf.

---

<sup>86</sup> *Richter/Furubotn*, Institutionenökonomik, S. 174.

<sup>87</sup> *Berle/Means*, *Modern Corporation*, S. 82.

<sup>88</sup> *Escher-Weingart*, ZVglRWiss 99 (2000), 387, 388 f.; *Raschig*, *Corporate Governance*, S. 17.

<sup>89</sup> *Ebke*, Unternehmenskontrolle, in: Sandrock/Jäger (Hrsg.), *Unternehmenskontrolle*, S. 8; *Ebke*, ZVglRWiss 111 (2012), 1.

<sup>90</sup> *Behrens*, "Corporate Governance", in: FS Drobnig, S. 496; vgl. *Rock*, AG 1995, 291, 291 f. ebenfalls zur Bedeutung der Arbeit *Berle/Means*.

<sup>91</sup> *Fama/Jensen*, 26 J. L. Econ. 301, 301 (1983).

Am Anfang steht die "initiation", in der Handlungsalternativen gesucht und beleuchtet werden. Die Wahl der auszuführenden Entscheidungsalternative fällt in der Phase der "ratification". Danach folgt die "implementation", d.h. die Ausführung der getroffenen Entscheidung. Schließlich dient das "monitoring" dazu, die Leistung des *agents* zu messen und seine "Belohnung" festzulegen. Da die Phasen der "initiation" und "implementation" typischerweise dem gleichen *agent* übertragen werden, ist es angemessen, in ihrer Kombination von Entscheidungsmanagement zu sprechen, und die beiden anderen unter den Begriff der Entscheidungskontrolle zusammenzufassen.<sup>92</sup> Durch diese Aufspaltung wurde aus "ownership and control" der Dreiklang aus Risikotragung, Entscheidungsmanagement und Entscheidungskontrolle.

Die Hypothese von *Fama* und *Jensen* bestand nun darin, dass alle am Markt überlebenden großen Unternehmen, bei denen Eigentum und Entscheidungsmacht getrennt sind, eine Sache gemeinsam haben: Die Aufteilung von Entscheidungsmanagement und Entscheidungskontrolle auf verschiedene *agents*.<sup>93</sup> Nur so sei dieses grundlegende *principal-agent*-Problem in den Griff zu bekommen. Ausprägung dieser Trennung sei in allen erfolgreichen Unternehmen das *board of directors*.<sup>94</sup> Auch in Deutschland ist diese Trennung für die Aktiengesellschaft durch Vorstand und Aufsichtsrat der gesetzliche Lösungsansatz.

## B. Definition und Gestaltungskonzepte der Corporate Governance

Auf dem Weg zu einer Definition der Corporate Governance ist kurz zu resümieren. Mit der Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht in Unternehmensstrukturen gehen Informationsasymmetrien und Zielkonflikte einher. Ursache und Gegenstand der Corporate Governance Forschung ist das daraus resultierende Kontrolldefizit, welches eine Selbstbegünstigung des Managements ermöglicht. Um Missbrauch vorzubeugen, hat sich die Einrichtung eines

---

<sup>92</sup> *Fama/Jensen*, 26 J. L. Econ. 301, 303-04 (1983).

<sup>93</sup> *Fama/Jensen*, 26 J. L. Econ. 301, 308 (1983).

<sup>94</sup> *Fama/Jensen*, 26 J. L. Econ. 301, 323 (1983).

unternehmensinternen Kontrollgremiums als Grundmaßnahme der Corporate Governance herausgebildet. Diese Grundmaßnahme bildet die Schnittstelle zu den nachfolgend zu behandelnden Gestaltungskonzepten der Corporate Governance, die sich mit den Rahmenbedingungen auseinandersetzen, innerhalb derer die grundlegenden Instrumente der *principal-agent*-Theorie zu dem Einsatz kommen sollen, und damit freilich auch Teil der Lösung sind, weil sie Vieles vorbestimmen.

Zunächst könnte man von der weit verbreiteten Definition des Cadbury Committees ausgehen: "*Corporate Governance is the system by which companies are directed and controlled.*"<sup>95</sup> Bei der Lektüre wird allerdings schnell klar, dass diese Definition, ähnlich wie die vorausgegangenen Überlegungen zur *principal-agent*-Theorie, die mehr oder minder nur den Ursprung der Corporate Governance erklären können, fast inhaltsleer ist.<sup>96</sup> Um zu einer gehaltvolleren Begriffsdefinition zu gelangen, muss zunächst dessen Inhalt näher präzisiert werden. Schon die Erwähnung von "Gestaltungskonzepten" legt nahe, dass Corporate Governance in erster Linie kein Rechtsbegriff, sondern ein Forschungsthema ist, welches auf die Entwicklung von Regeln im Hinblick auf eine transparente und Wertschöpfung sichernde Unternehmensführung und -kontrolle gerichtet ist.<sup>97</sup> Das Forschungsthema ist trotz seines neuen Namens inhaltlich nicht so neu, wie es zunächst scheint. Der Ausschnitt, welcher sich insbesondere mit der Binnenordnung und Spitzenverfassung des Unternehmens beschäftigt, wurde vormals unter dem Begriff der "Unternehmensverfassung" diskutiert.<sup>98</sup> Und so kommt es, dass die in der Literatur verwendeten Definitionen in ihren wesentlichen Elementen durch das von dem jeweiligen Forscher

---

<sup>95</sup> *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Cadbury Report, S. 15, Ziff. 2.5.; zur Bedeutung des Cadbury Reports für die Corporate Governance Forschung und die Kodex-Bewegung vgl. *Schuhlen*, Kontrollprobleme, in: Hopt et al. (Hrsg.), Nonprofit-Organisationen, S. 229 und *Baums*, Bericht, S. 49.

<sup>96</sup> So auch *Lutter*, Jura 2002, 83, 84.

<sup>97</sup> *Steding*, NJ 2007, 10, 11.

<sup>98</sup> Vgl. zur begrifflichen Abgrenzung v. *Werder*, Ökonomische Grundfragen, in: Hommelhoff et al. (Hrsg.), Handbuch CG, S. 4 mwN; grundlegend zu den Problemen der Unternehmensverfassung *Großfeld/Ebke*, AG 1977, 57, 57 ff.; *Großfeld/Ebke*, AG 1977, 92, 92 ff.; v. *Nell-Breuning*, Unternehmensverfassung, in: FS Kronstein, S. 47ff.; *Boettcher et al.*, Unternehmensverfassung, passim.



vertretene Gestaltungskonzept guter Corporate Governance, die regionale Ansässigkeit und die Zeit, in der diese Arbeiten entstanden, geprägt sind. Dabei ist die Zahl der Ansätze, Theorien bzw. Gestaltungskonzepte zumindest ihren Namen nach mindestens ebenso groß wie die Zahl der Autoren auf diesem Gebiet. Daraus ergibt sich ein nahezu undurchschaubares theoretisches Dickicht in der ökonomischen Literatur. Der Umgang mit diesem Dickicht variiert wiederum. Während manche umfangreiche Vergleiche mit dem Ziel bemühen, den besten Ansatz herauszufiltern, und sich darin verlieren, scheint die juristische Literatur eher Strömungen innerhalb der Flut von Ansätzen und damit die Grundlagen erfassen zu wollen.

Dieser Einstellung folgend lassen sich aus dem Vergleich der vertretenen Ansätze zwei Begriffspaare herauskristallisieren.<sup>99</sup> Zunächst variieren die Ansätze im Hinblick auf die in die Untersuchung einbezogenen Interessengruppen. Grob lassen sie sich in *shareholder*- und *stakeholder*-Ansätze einteilen. Anschließend können zwei grundsätzlich verschiedene Wege beschritten werden, um gute Corporate Governance zu implementieren. Es muss entschieden werden, ob die Unternehmens(leiter)kontrolle mehr dem Markt (externe Kontrolle), oder aber mehr der internen Hierarchie im Unternehmen überlassen wird (interne Kontrolle).<sup>100</sup> Beide Gestaltungspaare sollen auf dem Weg zu einer Definition nachfolgend näher beleuchtet werden.

### *I. Shareholder-Ansatz*

Vor dem Hintergrund der dysfunktionalen Wirkung der Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht hat Corporate Governance die Aufgabe, opportunistische Verhaltensweisen einzuschränken und durch Regelungen und Anreize

---

<sup>99</sup> Vgl. zur historischen Entwicklung *Rock*, AG 1995, 291, 292 ff.

<sup>100</sup> Vielfach wird auch das Gegensatzpaar von Outsider- und Insiderkontrolle verwendet. Vgl. dazu z.B. *Raschig*, Corporate Governance, S. 13 ff.; die beiden beschriebenen Governance-Mechanismen sind assoziierbar mit den zwei Optionen, die unzufriedenen Transaktionspartnern grundsätzlich zur Verfügung stehen: *voice* oder *exit*. Vgl. zu dieser Verbindung v. *Werder*, Ökonomische Grundfragen, in: Hommelhoff et al. (Hrsg.), Handbuch CG, S. 17 und umfangreicher *Mann*, Corporate Governance Systeme, S. 45 ff., 101 f.

günstige Bedingungen für eine produktive Wertschöpfung und gerechte Wertverteilung zu schaffen.<sup>101</sup> In der Tradition der Forschungen von *Berle/Means* und *Fama/Jensen* wurde in der frühen, angloamerikanisch geprägten Diskussion unter Corporate Governance ein Regelungsansatz verstanden, der sich hauptsächlich auf das Verhältnis der Anteilseigner zu dem Management beschränkte.<sup>102</sup> Diese Sichtweise wird als *shareholder*-Ansatz bezeichnet.<sup>103</sup> Danach steht in dem Mittelpunkt der Corporate Governance Diskussion die Suche nach Mechanismen, die sicherstellen, dass das Management fundierte Entscheidungen trifft und das Unternehmen im Eigentümerinteresse geführt wird.<sup>104</sup> Dieses Eigentümerinteresse ist vorrangig auf eine maximale Verzinsung des eingesetzten Kapitals, also einer Steigerung des Unternehmenswerts gerichtet. Weitergehende Aspekte werden diesem Ziel allenfalls als ausgleichender und mäßigender Einfluss untergeordnet.<sup>105</sup>

Hintergrund dieser Ausrichtung ist die Annahme, dass die übrigen, ökonomisch relevanten Beziehungen einfache Austauschverhältnisse sind, in denen die Rechte und Pflichten der beteiligten Parteien relativ einfach durch Verträge geregelt werden können. Arbeitsverträge für Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen, Kaufverträge mit Lieferanten oder Kunden sind ebenso wie Kreditverträge mit Banken gewöhnliche Verträge, die Leistung und Gegenleistung genau regeln und notfalls eine gerichtliche Durchsetzung ermöglichen. Lediglich die Absicherung der Eigentümeransprüche im Verhältnis zu dem Management lasse sich durch reine "Contractual Governance" nicht beherrschen, da die Eigentümer einen variablen Gewinnanspruch haben. Die Corporate Governance beschränkt

---

<sup>101</sup> Saenger/Veltmann, ZSt 2005, 67, 67.

<sup>102</sup> v. Werder, Ökonomische Grundfragen, in: Hommelhoff et al. (Hrsg.), Handbuch CG, S. 4; Veltmann, Corporate Governance, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, S. 367; Witt, Governance, in: Jost (Hrsg.), Die Prinzipal-Agenten-Theorie, S. 86 ff.

<sup>103</sup> Grundlegend Rappaport, 59 Harv. Bus. Rev. 139, 139 ff. (1981); instruktiv Schmidt/Spindler, Shareholder-Value, in: FS Kübler, S. 515 ff.; zusammenfassend Ebke, ZVglRWiss 111 (2012), 1, 3 f.; Eberhardt, Unternehmungsführung, S. 109 ff.

<sup>104</sup> Teichmann, ZGR 2001, 645, 646; Hess, Stand in den USA, in: Feddersen et al. (Hrsg.), Corporate Governance, S. 10; Peltzer, Deutsche Corporate Governance, Rn. 9 ff.; Lutter, Jura 2002, 83, 84; Schneider/Strenger, AG 2000, 106, 106 f.

<sup>105</sup> Mößle, Abschlussprüfer, S. 40.

Stiftung und Governance Kodex

Ein Comply-or-Explain-Mechanismus zur Lösung des  
Kontrollproblems der Stiftung

Schmidt-Schmiedebach, B.

2016, XXVII, 562 S. 1 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-11897-6