

Pies, Ingo; Sass, Peter

Working Paper

Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen

Diskussionspapier, No. 2011-2

Provided in Cooperation with:

Martin Luther University of Halle-Wittenberg, Chair of Economic Ethics

Suggested Citation: Pies, Ingo; Sass, Peter (2011) : Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen, Diskussionspapier, No. 2011-2, ISBN 978-3-86829-331-9, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Lehrstuhl für Wirtschaftsethik, Halle (Saale), <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:3:2-11599>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/170339>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Ingo Pies und Peter Sass

Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? – Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen

Diskussionspapier Nr. 2011-2

des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik
an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg,
hrsg. von Ingo Pies,
Halle 2011

Haftungsausschluss

Diese Diskussionspapiere schaffen eine Plattform, um Diskurse und Lernen zu fördern. Der Herausgeber teilt daher nicht notwendigerweise die in diesen Diskussionspapieren geäußerten Ideen und Ansichten. Die Autoren selbst sind und bleiben verantwortlich für ihre Aussagen.

ISBN 978-3-86829-330-2 (gedruckte Form)
ISBN 978-3-86829-331-9 (elektronische Form)
ISSN 1861-3594 (Printausgabe)
ISSN 1861-3608 (Internetausgabe)

Autoranschrift

Prof. Dr. Ingo Pies

Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Große Steinstraße 73
06108 Halle
Tel.: +49 (0) 345 55-23420
Email: ingo.pies@wiwi.uni-halle.de

Dipl.-Vw. Peter Sass

Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
Große Steinstraße 73
06108 Halle
Tel.: +49 (0) 345 55-23387
Fax: +49 (0) 345 55 27385
Email: peter.sass@wiwi.uni-halle.de

Korrespondenzanschrift

Prof. Dr. Ingo Pies

Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
Große Steinstraße 73
06108 Halle
Tel.: +49 (0) 345 55-23420
Fax: +49 (0) 345 55 27385
Email: ingo.pies@wiwi.uni-halle.de

Kurzfassung

Walter Eucken hat die Institution der Haftungsbeschränkung radikal abgelehnt. Aus seiner Sicht war nur das Prinzip der Vollhaftung marktkonform. Diese Auffassung ist korrekturbedürftig, wie unter Rückgriff auf die moderne Mikroökonomik der Risikoallokation gezeigt wird: Zum einen kann es gemeinwohlförderlich sein, Organisationen per Rechtsform eine Haftungsbeschränkung zu gewähren. Und zum anderen kann es gemeinwohlförderlich sein, innerhalb von Organisationen zur Lösung von Prinzipal-Agent-Problemen zwischen Eigentümern und Management Anreizverträge zu vereinbaren, die den Managern – z.B. in Form von konvexen Vergütungsschemata – eine Art von Haftungsbeschränkung gewähren. Beides ist für das Innovationsverhalten von Unternehmen und mithin für die Dynamik einer Marktwirtschaft von großer Bedeutung. Die Hauptthese lautet, dass solche Haftungsbeschränkungen nicht interventionistisch, sondern durch eine Ordnungspolitik zweiter Ordnung reguliert werden sollten. Der Beitrag schließt mit Überlegungen zum Verhältnis von Ordnungspolitik und Ordnungsethik.

Schlüsselwörter: Anreizvertrag, Bonus, Haftung, Haftungsbeschränkung, Malus, Managementvergütung, Ordnungspolitik, Ordnungsethik, Prinzipal-Agent-Problem

Abstract

Walter Eucken strongly rejected the institution of limited liability. From his point of view, only unrestricted full liability was in conformity with the market order. This perspective misses important insights, as is shown with recourse to the modern microeconomics of risk allocation: Firstly, one can realize welfare gains by providing organizations with the status of limited liability. Second, one can realize further welfare gains within organizations by means of incentive contracts to solve principal-agent problems between equity holders and managers, e.g. by convex payment schemes that provide a kind of limited liability for managers. Both aspects are of vital importance for entrepreneurial innovations and thus for the dynamism of market economies. The main proposition is that limited liability within organizations should not be regulated by intervention, but by a second-order politics of institutional design. The article concludes with comments regarding the relationship between the politics and the ethics of institutional order.

Key Words: bonus, ethics of institutional order, incentive contract, liability, limited liability, malus, payment schemes, politics of institutional order, principal-agent problem

Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? – Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen

Ingo Pies und Peter Sass

„Welchen Sinn hat eigentlich die Haftung?“¹

Einleitung

Die zentrale Einsicht der Ordnungspolitik ist zugleich ordnungsethischer Natur. Sie lautet in der klassischen Formulierung von Walter Eucken: „Von den Menschen darf nicht gefordert werden, was allein die Wirtschaftsordnung leisten kann: ein harmonisches Verhältnis zwischen Einzelinteresse und Gesamtinteresse herzustellen.“² Ordnungsethisches ist diese Einsicht, weil sie den einzelnen davor bewahrt, mit Forderungen konfrontiert zu werden, die zu moralischen Überforderungen führen würden. Dies schützt das Individuum vor den Unzumutbarkeiten falscher Erwartungen und entspricht der alten moraltheoretischen Einsicht, dass es jenseits des Könnens kein Sollen gibt (*ultra posse nemo obligatur*). Ordnungspolitisch ist diese Einsicht, weil sie dazu einlädt, angesichts eines Auseinanderklaffens von Eigeninteresse und Gesamtinteresse die Aufmerksamkeit im Allgemeinen und das moralische Engagement im Besonderen von den individuellen Handlungsgesinnungen auf die – politisch gestaltbaren! – Handlungsbedingungen zu lenken. Für Eucken ist der systematische Ort zur Herstellung eines harmonischen Verhältnisses zwischen Eigeninteresse und Gesamtinteresse der institutionelle Ordnungsrahmen, von dem Anreizwirkungen ausgehen (können), die gemeinwohlförderliche Verhaltensweisen individuell attraktiv machen. Auf den Missstand, dass es – bedingt durch einen ungeeigneten, defizienten Ordnungsrahmen – Anreizstrukturen geben mag, die gemeinwohlschädliches Verhalten individuell gratifizieren, will Eucken also nicht mit einer Anpassung der je individuellen Ziele, sondern stattdessen mit einer Anpassung der je individuell verfügbaren Mittel(begrenzungen) reagieren. Nicht die Präferenzen, sondern die Restriktionen sollen ordnungspolitisch gestaltet werden.

Für eine solche Gestaltung hat Walter Eucken theoretische Leitlinien ausgearbeitet. Seine posthum veröffentlichten „Grundsätze der Wirtschaftspolitik“ lassen sich in drei Kategorien unterteilen: (a) in die „staatspolitischen“ Prinzipien³, (b) in die „konstituierenden“ Prinzipien⁴ sowie (c) in die „regulierenden“ Prinzipien⁵. Mit diesem Ensemble von Grundsätzen verbindet Eucken den Anspruch, die geschichtlichen Erfahrungen der Weimarer Republik und der sich anschließenden totalitären Diktatur theoretisch zu verarbeiten. Zugrunde liegt die Absicht, einen theoretischen Orientierungsbeitrag zu leisten, mit dessen Hilfe eine funktionierende Marktwirtschaft – in Euckens Diktion: eine Wettbewerbsordnung – so in Gang gesetzt und in Gang gehalten werden kann, dass dies mit Demokratie und Rechtsstaat dauerhaft kompatibel ist.

¹ Eucken (1952, 1990; S. 280).

² Eucken (1952, 1990; S. 368).

³ Vgl. Eucken (1952, 1990; S. 334-337).

⁴ Vgl. Eucken (1952, 1990; S. 254-291).

⁵ Vgl. Eucken (1952, 1990; S. 291-304).

Die erste Kategorie zielt darauf, „den Staat aktionsfähig zu machen“⁶, damit er seiner ordnungspolitischen Aufgabe nachkommen kann. Die zweite Kategorie formuliert ein Bündel aufeinander abgestimmter Leitlinien, die darauf zielen, dass eine „Wettbewerbsordnung hergestellt wird“⁷. Die dritte Kategorie schließlich formuliert Leitlinien, „deren Anwendung geboten ist, um die Wettbewerbsordnung funktionsfähig zu erhalten“⁸.

Für das Thema dieses Aufsatzes ist insbesondere das sechste der konstituierenden Prinzipien von Bedeutung. Unter dem Stichwort „Haftung“ notiert Walter Eucken Überlegungen, die sich in drei Thesen zusammenfassen lassen:

- Euckens erste These besagt, dass eine funktionierende Marktwirtschaft konstitutiv darauf angewiesen ist, das Prinzip der vollständigen Haftung umzusetzen, damit sichergestellt wird, dass die Entscheidungsträger in den Unternehmen und Haushalten sich – die Folgen bedenkend – vorsichtig und verantwortlich verhalten. Im Umkehrschluss heißt das für ihn, dass Haftungsbeschränkungen innerhalb einer Wettbewerbsordnung als schädlicher Fremdkörper angesehen werden müssen: Eucken hält die auch nur teilweise Außerkraftsetzung des Haftungsprinzips, wie man sie aus den Gesellschaftsformen der GmbH oder der Aktiengesellschaft kennt, für ordnungspolitisch desaströs. Er vertritt hier eine Extremposition, aus deren Sicht „[j]ede Beschränkung der Haftung ... eine Tendenz zur Zentralverwaltungswirtschaft“⁹ auslöse. Deshalb sieht Eucken vor, dass ein bestehendes Haftungsvakuum ordnungspolitisch wieder aufgefüllt werden soll. Die „Umgestaltung des Gesellschaftsrechts“¹⁰ soll einen „Ausbau der Haftung“¹¹ vornehmen. Hierbei hat Eucken zwei Fälle vor Augen.
- Euckens zweite These formuliert einen ordnungspolitischen Leitsatz, wie mit dem Fall umgegangen werden soll, dass es in einer Aktiengesellschaft einen Mehrheitsaktionär gibt oder allgemein in einer Kapitalgesellschaft eine herrschende Beteiligung. Für diesen Fall sieht er vor, dass die Haftungsbeschränkung der Kapitalgesellschaft durch eine Haftung desjenigen, der die dominierende Beteiligung hält, vollständig kompensiert werden soll: „Gegenüber der modernen Tendenz zur Haftungsbeschränkung ist es notwendig, dass Gesellschafter, die eine größere Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft besitzen, für die Schulden dieser Gesellschaft haften.“¹²
- Euckens dritte These formuliert einen ordnungspolitischen Leitsatz, wie mit dem Fall umgegangen werden soll, dass es in einer Aktiengesellschaft nur Kleinaktionäre gibt, so dass sich niemand findet, der über eine herrschende Beteiligung verfügt. Für diesen Fall sieht er vor, dass der Vorstand die Haftung voll übernehmen soll. Aus Euckens Sicht ist „die Erfolgshaftung für den Vorstand einer Aktiengesellschaft geboten“¹³, weil nur so ein Anreiz geschaffen werden könne für ein „persönliches Einstehen in der Wirtschaftsführung“¹⁴. Die Grundidee ist klar: Haften soll, wer die Entscheidung fällt.

⁶ Eucken (1952, 1990; S. 334).

⁷ Eucken (1952, 1990; S. 253).

⁸ Eucken (1952, 1990; S. 291).

⁹ Eucken (1952, 1990; S. 285).

¹⁰ Eucken (1952, 1990, S. 284).

¹¹ Eucken (1952, 1990, S. 284).

¹² Eucken (1952, 1990; S. 282 f.).

¹³ Eucken (1952, 1990; S. 284).

¹⁴ Eucken (1952, 1990; S. 284).

Euckens erste These deklariert das Prinzip vollständiger Haftung aufgrund seiner Anreizwirkungen als gesellschaftlich funktional und erklärt folglich jede Haftungsbeschränkung – als Einladung zur Unverantwortlichkeit – für gesellschaftlich unerwünscht, weil gemeinwohlschädlich. Aus Euckens Sicht „geraten Selbstinteresse der Firmen und Gemeinwohl miteinander in Konflikt“¹⁵, wenn man das Prinzip der vollständigen Haftung außer Kraft setzt. Insofern wird – innerhalb des ordnungspolitischen Denkansatzes – durchaus folgerichtig argumentiert, wenn Eucken in seiner zweiten und dritten These fordert, die *Ordnungspolitik* solle die gesellschaftsrechtlichen Haftungslücken wieder auffüllen, indem sie entweder einem Mehrheitsaktionär oder dem Vorstand die volle Haftung zuweist. Eucken stellt sich die mit einer Wettbewerbsordnung konforme Umsetzung des Haftungsprinzips wie folgt vor: „In einer Aktiengesellschaft, in welcher der Aktienbesitz zersplittert und der Vorstand allmächtig ist, haftet der Vorstand. Wo aber der Vorstand von den Plänen und Anweisungen eines Mehrheitsaktionärs abhängt, haftet der Mehrheitsaktionär.“¹⁶ Seiner *ordnungspolitischen* – und *ordnungsethischen* – Linie treu bleibend, argumentiert Eucken also nicht, die Entscheidungsträger in der Wirtschaft sollten sich entgegen ihren Anreizen verhalten, sondern er argumentiert, die Ordnungspolitik solle die Entscheidungsträger mit Anreizen versorgen, sich verantwortungsvoll und damit gemeinwohlförderlich zu verhalten. Hierfür gibt Eucken folgende ordnungspolitische Maxime aus: Wer faktisch entscheidet und in diesem Sinn die Entscheidung verantworten *kann*, der *soll* sie auch verantworten und zu dieser Verantwortung durch Haftung den entsprechenden *Anreiz* erhalten.

Euckens drei Thesen sind plausibel und populär, wie die öffentliche Diskussion um die aktuelle Finanzkrise der Jahre 2008 ff. nachdrücklich unter Beweis gestellt hat. Natürlich hängt beides zusammen: Die Thesen sind populär, weil sie so plausibel erscheinen. Dennoch sind sie stark korrekturbedürftig, wie im Folgenden unter Rückgriff auf ökonomische Analysen zur Risikoallokation gezeigt werden soll.

Der Argumentationsgang gliedert sich gedanklich in vier Schritte, denen jeweils ein Abschnitt gewidmet ist. Der erste Abschnitt erläutert, inwiefern die Haftungsbeschränkung einer Aktiengesellschaft gesellschaftlich erwünscht sein kann. Hier geht es um das gemeinwohlförderliche Potential einer ‚limited liability‘ von Organisationen. Der zweite Abschnitt erläutert, inwiefern die Haftungsbeschränkung des leitenden Managements gesellschaftlich erwünscht sein kann. Hier geht es um das gemeinwohlförderliche Potential einer ‚limited liability‘ in Organisationen. Der dritte Abschnitt analysiert die Frontstellung der öffentlichen Diskussion zur Finanzkrise und die politischen Maßnahmen zur Regulierung der Managementvergütung, die im Zuge dieser Diskussion umgesetzt worden sind. Der vierte Abschnitt stellt einen Vorschlag zur Diagnose und Therapie vor, der die Titelfrage beantwortet und mithin kenntlich macht, wie die die Managementvergütung (nicht) reguliert werden sollte. Dieser Aufsatz endete mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick auf das Verhältnis von Ordnungspolitik und Ordnungsethik.

1. Zur Haftungsbeschränkung von Organisationen

Euckens (korrekturbedürftige) Überlegungen zur Haftungsfrage nehmen ihren Ausgang von folgender Feststellung: „Investitionen werden um so sorgfältiger gemacht, je mehr der Ver-

¹⁵ Eucken (1952, 1990; S. 285).

¹⁶ Eucken (1952, 1990, S. 284).

antwortliche für diese Investitionen haftet.“¹⁷ Aus der Perspektive einer modellgestützten Mikroökonomik des Risikoverhaltens – die Eucken noch nicht verfügbar war, weil sie erst im Anschluss an von Neumann und Morgenstern (1944) allmählich entwickelt worden ist – ist diese Aussage *nicht falsch*, wohl *aber differenzierungsbedürftig*. Sie bildet nur einen Aspekt des Problems ab und vernachlässigt einen anderen Aspekt, der jedoch ebenfalls von großer Bedeutung ist: *Das Anreizinstrument der Haftung schafft nicht nur Nutzen, es verursacht auch Kosten*. Diese Kosten resultieren vor allem daraus, dass mit der Haftung auch ein Haftungsrisiko einhergeht, das von risikoaversen Akteuren als unangenehm und mithin als kompensationsbedürftig empfunden wird. Insbesondere in der formalen Prinzipal-Agent-Theorie im Anschluss an Ross (1973) und Stiglitz (1974) ist ausgearbeitet worden, dass optimale Anreizarrangements, die Nutzen und Kosten der Haftung gleichermaßen berücksichtigen, es in vielen Fällen erforderlich machen, dass vom Prinzip der vollständigen Haftung des Entscheidungsträgers gezielt abgewichen wird.¹⁸

Im Rückgriff auf diese Literatur soll nun anhand einer leicht nachvollziehbaren Graphik erläutert werden, dass Eucken fälschlicherweise eine inferiore Randlösung propagiert hat, weil von ihm übersehen wurde, dass es ein gemeinwohlförderliches Potential der Haftungsbeschränkung gibt, das eine Ordnungspolitik klugerweise realisieren sollte. Bei dieser Graphik handelt es sich um ein μ - σ -Diagramm, bei dem auf der Ordinate der Erwartungswert (μ) als Ertragsindikator und auf der Abszisse die Standardabweichung (σ) als Maß für das Risiko abgetragen wird (Abb. 1). Dieses Diagramm ist aus der Kapitalmarktforschung bekannt, wo es dazu eingesetzt wird, Portfolioinvestitionen in Finanzaktiva zu analysieren. Hier wird es jedoch für einen anderen Zweck (und Kontext) verwendet: für die Analyse bestimmter Investitionsprojekte, die von einem einzelnen Unternehmen durchgeführt werden können.

((1)) Zunächst wird angenommen, dass zwei alternative Projekte x und y möglich sind und dass das Unternehmen vor der Entscheidung steht, wie es seine verfügbaren Ressourcen im Interesse der Eigentümer auf diese Projekte aufteilen will. Projekt x ist vergleichsweise risikoarm, aber auch ertragsarm, während Projekt y einen höheren Erwartungswert aufweist, aber auch eine höhere Standardabweichung und mithin ein höheres Risiko. Folglich gilt: $\mu_x < \mu_y$ und $\sigma_x < \sigma_y$.

Um die graphische Analyse zu vereinfachen, werden noch folgende Annahmen getroffen:

- Es wird ausgeschlossen, dass ‚Leerverkäufe‘ möglich sind: Geht man davon aus, dass die hier betrachteten Investitionsprojekte hochgradig unternehmensspezifisch sind, dann ist es plausibel zu folgern, dass sie sich nicht am Markt handeln lassen.

¹⁷ Eucken (1952, 1990; S. 280).

¹⁸ An dieser Stelle ist eine Präzisierung des in diesem Beitrag verwendeten Begriffs der Haftung angebracht: Haftung meint das Tragen von Verlusten aus ordnungsgemäßer wirtschaftlicher Tätigkeit. Das Risiko einer solchen Haftung besteht vor allem im Hinblick auf Investitionen mit einer unsicheren Erfolgsaussicht. Deshalb wird in diesem Beitrag ein sehr enger Zusammenhang hergestellt zwischen begrenzter oder unbegrenzter Haftung einerseits und den Investitions- sowie insbesondere den Innovationsanreizen: Innovatives Entrepreneurship erfordert besonders riskante Investitionen, und Haftungsbeschränkungen wirken sich darauf aus, wieviel unternehmerisches Risiko wirtschaftliche Akteure einzugehen bereit sind. – Freilich gibt es jenseits des Innovationsrisikos auch andere Quellen für haftungsrelevante Verluste: Forderungen an ein Unternehmen oder einen Entscheidungsträger, die aufgrund von Verletzungen der Sorgfaltspflicht, aufgrund des Nichteinhaltens von Umwelt- oder Sozialstandards oder gar aufgrund von Verstößen gegen strafrechtliche Normen entstehen, sind im Folgenden nicht gemeint, wenn von Haftung die Rede ist.

Diese Annahme zieht die Konsequenz nach sich, dass für das Unternehmen keine Projekte mit einem höheren erwarteten Ertrag als in y verfügbar sind.

- Ferner wird ausgeschlossen, dass das Unternehmen seine verfügbaren Ressourcen ausweiten kann: Dies betrifft insbesondere die Aufnahme eines Kredits oder sonstiger Formen von Fremdkapital. Auch dies ist nicht ganz unplausibel. Riskante Investitionen müssen ja in der Tat weitgehend durch Eigenkapital finanziert werden.

Dieses Set von Annahmen hat zur Folge, dass der für das Unternehmen verfügbare Möglichkeitsraum durch die Verbindungslinie xy abgebildet wird. Jeder einzelne Punkt auf dieser Linie lässt sich dadurch realisieren, dass vom verfügbaren Budget der Anteil α in das Projekt y und umgekehrt der Anteil $1-\alpha$ in das Projekt x investiert wird. Variiert man α , so ergibt sich für alle $\alpha \in [0,1]$ die Verbindungslinie xy als Menge der für das Unternehmen möglichen Kombinationen von Risiko und Ertrag. Damit ist die Analyse der relevanten Restriktionen vorläufig abgeschlossen.

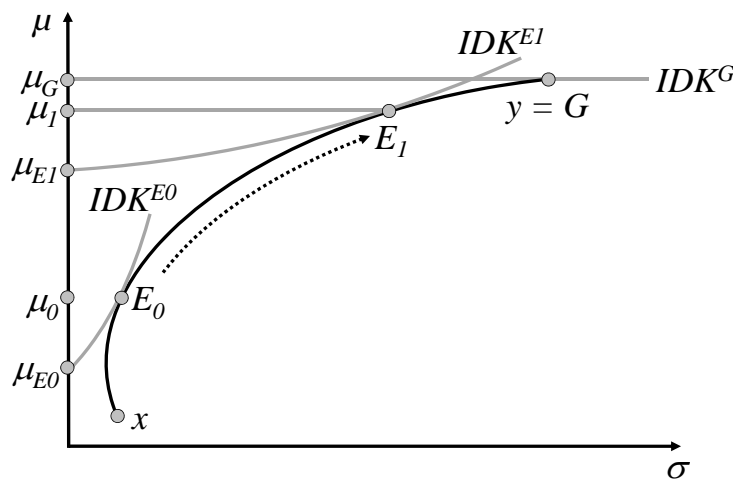


Abbildung 1: Zur Haftungsbeschränkung von Organisationen

((2)) Wie steht es nun um die relevanten Präferenzen? Hier sind zunächst zwei Akteure zu unterscheiden: auf der einen Seite der repräsentative Bürger (bzw. der Medianwähler), dessen Interessenlage das Gemeinwohl widerspiegelt; und auf der anderen Seite die Eigentümer des Unternehmens, deren Interessenlage vom Gemeinwohl aus systematischen Gründen abweicht, aber an dieses Gemeinwohl mittels einer geeigneten Ordnungspolitik der Haftungsbeschränkung durchaus angenähert werden kann.

Im Hinblick auf den repräsentativen Bürger sei angenommen, dass er selbst keine Kapitalanteile an dem betrachteten Unternehmen hält. Folglich ist er unempfindlich gegenüber den wirtschaftlichen Risiken, die das Unternehmen eingeht. Da nicht er, sondern andere das Erfolgsrisiko zu tragen haben, ist er im Hinblick auf die Investitionsentscheidungen des betrachteten Unternehmens *risikoneutral*. Allerdings hat er durchaus ein Interesse daran, dass die – im Rahmen einer wettbewerblich verfassten Marktwirtschaft – erzielten Erträge des Unternehmens möglichst hoch ausfallen.

Hierfür sind folgende Überlegungen maßgeblich: Erstens sind hohe Erträge ein Indiz für eine hohe Wertschöpfung. In der Tat sind es vor allem riskante *Innovationen* bei Gütern und Dienstleistungen, für die Unternehmen bei ihren Kunden eine Zahlungsbereitschaft aktivieren können, die die Kosten der Produktion übersteigt. Zweitens ist davon auszugehen, dass der Wettbewerb die Unternehmen dazu veranlasst, ihre durch riskante Innovationen erwirt-

schafteten Wertschöpfungserträge langfristig an die eigenen Interaktionspartner abzugeben.¹⁹ Folglich kann der repräsentative Bürger damit rechnen, langfristig selbst in den Genuss der Innovationsrente zu kommen, sei es als Konsument, sei es als Arbeitnehmer.²⁰

Vor diesem Hintergrund lassen sich die Präferenzen des repräsentativen Bürgers graphisch durch horizontale Indifferenzlinien (IDK_G) widerspiegeln. Höheren Nutzenniveaus entsprechen weiter nördlich verlaufende Indifferenzlinien. Aus gesellschaftlicher Sicht fällt das Optimum (G) mit Punkt y zusammen: Dem repräsentativen Bürger wäre es am liebsten, wenn die Eigentümer des Unternehmens bei ihrer Portfolio-Entscheidung $\alpha=1$ wählen würden, denn erstens wäre er von dem hohen Risiko nicht betroffen, während er zweitens à la longue Aussicht darauf hätte, von dem maximalen Ertrag mittelbar zu profitieren.

Aus Sicht der Eigentümer stellt sich die Interessenlage etwas anders dar. Auch sie präferieren einen hohen Ertrag (μ), berücksichtigen hierbei jedoch, dass der Ertrag risikobehaftet ist und dass dieses Risiko (gemessen durch σ) von ihnen selbst getragen werden muss. Anders als der repräsentative Bürger, der von diesem Risiko nicht betroffen ist und dessen Präferenzsystem deshalb durch Risikoneutralität gekennzeichnet ist, sind die Eigentümer *risikoavers*. Sie scheuen das Risiko und empfinden es deshalb subjektiv als kostenträchtig, wenn entlang der Verbindungslinie xy mit steigendem Erwartungswert μ auch die Standardabweichung σ als Maß für das Risiko ansteigt.

Vor diesem Hintergrund lassen sich die Präferenzen der Eigentümer graphisch durch konvexe Indifferenzlinien widerspiegeln (IDK^{E_0}). Höheren Nutzenniveaus entsprechen weiter nord-westlich verlaufende Indifferenzlinien. Aus Sicht der Eigentümer wird die optimale Investitionsentscheidung in Punkt E_0 realisiert: Hier tangiert ihre Indifferenzlinie die Restriktionslinie xy, d.h. die Steigung der Indifferenzlinie nimmt in diesem Punkt – und nur hier – den gleichen Wert an wie die Steigung der Restriktionslinie. Dies bedeutet, dass in E_0 die subjektiven Opportunitätskosten mit den objektiven Opportunitätskosten exakt übereinstimmen, so dass es keinen Anreiz gibt, im Portfolio weitere Umschichtungen vornehmen, d.h. α zu variieren.

((3)) Die räumliche Diskrepanz zwischen E_0 und G lässt sich im Sinne der einleitenden Bemerkungen als ein Auseinanderklaffen zwischen Eigeninteresse und Gemeinwohl interpretieren und mithin als ein potentieller Anwendungsfall für die – zugleich ordnungspolitisch wie ordnungsethisches orientierte – Gestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen der Marktwirtschaft. Stellt man nun – mit Eucken – die Frage, was ordnungspolitisch getan werden kann, um die Diskrepanz zwischen E_0 und G zu vermindern, so lautet – nunmehr gegen Eucken – die Antwort, dass die Einführung einer Haftungsbeschränkung geeignet ist, die von den Eigentümern gemäß der Wahrnehmung ihres eigenen Interesses getroffene Investitionsentscheidung der aus gesellschaftlicher Sicht erwünschten Investitionsentscheidung anzunähern.

¹⁹ Dies wird besonders in den neueren Arbeiten von Baumol (2002) und (2010) stark betont. Vgl. hierzu als Überblick Pies (2010) sowie Pies und Hielscher (2010).

²⁰ Dass die moderne Marktwirtschaft nicht nur die Souveränität der Konsumenten, sondern auch die Souveränität der Arbeitnehmer fördere, wird in den neueren Arbeiten von Phelps (2006) und (2009) stark betont. Anstatt als Proletariat ausgebeutet zu werden, kommen sie in den Genuss ergonomisch optimierter Arbeitsplätze, die nicht nur hoch bezahlt werden, sondern vor allem auch mit intellektuell zunehmend interessanteren Herausforderungen einher gehen, die viele von ihnen hoch attraktiv finden, so dass Phelps zufolge das eigentliche Entfremdungsphänomen heute typischerweise bei denen auftritt, die *keine* Arbeit haben. – Erste Anklänge dazu finden sich übrigens bereits bei Marx und Engels (1848, 1983; S. 28), die der „Bourgeoisie“ immerhin zugute halten, sie habe „einen bedeutenden Teil der Bevölkerung dem Idiotismus des Landlebens entrissen“.

In der graphischen Analyse führt die Gewährung einer partiellen Haftungsbeschränkung zunächst dazu, dass die Indifferenzlinien der Eigentümer konvex bleiben, aber flacher verlaufen. Da sie nicht mehr vollumfänglich haften, müssen sie die Kosten des Risikos auch nicht mehr vollumfänglich selbst tragen. In ihrer subjektiven Wahrnehmung sinken daher die Kosten des Risikos. Innerhalb des Modells hat dies notwendig zur Folge, dass die Eigentümer von dem für sie verbilligten Risiko *ceteris paribus* mehr in Kauf nehmen. Damit verschiebt sich – dem gestrichelten Pfeil in Abb. 1 folgend – das Gleichgewicht von E_0 zu E_1 .

Der ordnungspolitisch durch eine Haftungsbeschränkung induzierte Wechsel des Investitionsverhaltens ist gemeinwohlförderlich, was man graphisch leicht ablesen kann, wenn man die jeweils zugehörigen Sicherheitsäquivalente vergleicht, also die Schnittpunkte der Indifferenzlinien mit der Ordinate.²¹ Für den repräsentativen Bürger zeigt sich, dass sein Nutzenniveau von μ_0 auf μ_1 ansteigt, auch wenn unterstellt wird, dass es nicht möglich ist, eine Gemeinwohlmaximierung vorzunehmen und μ_G zu erreichen. Analog zeigt sich für die Eigentümer, dass auch ihr Nutzenniveau ansteigt, und zwar von μ_{E0} auf μ_{E1} .

Die Gemeinwohlsteigerung kommt dadurch zustande, dass man – in den Worten von Hans-Werner Sinn – Risiko „als Produktionsfaktor“²² betrachten kann: Risiko und Ertrag sind im relevanten Bereich positiv miteinander korreliert. Zugleich wird das Risiko von den Entscheidungsträgern subjektiv als kostenträchtig empfunden. In dem Maße, wie man sie durch eine partielle Haftungsbeschränkung zu einem vergleichsweise risikofreudigeren Investitionsverhalten veranlassen kann, steigt nicht nur σ , sondern es steigt auch μ , mit der Folge, dass es zu einem gerade auch aus gesellschaftlicher Sicht sehr wünschenswerten Ertragszuwachs kommt.

Um die Bedeutung dieses Sachzusammenhangs richtig einschätzen zu können, muss man sich vergegenwärtigen, dass von der Risikoproduktivität nicht nur statische, sondern auch ausgesprochen dynamische Wohlfahrtseffekte ausgehen: Gerade weil Investitionen in *Innovationen* besonders leicht fehlschlagen können und deshalb mit großer Unsicherheit behaftet sind, ist das wirtschaftspolitische Instrument der Haftungsbeschränkung – als Anreiz für produktives Entrepreneurship – ein hoch wirksamer Hebel zur Erhöhung der marktwirtschaftlichen Wachstumsdynamik.²³

²¹ Vgl. Jensen und Meckling (1976).

²² Vgl. Sinn (1986) und Konrad (1990).

²³ Das Problem einer Unterinvestition in riskante, aber produktive Projekte und die damit verbundene Innovationswirkung beschränkter Haftung thematisieren aus theoretischer Sicht insbesondere die Beiträge von Halpern, Trebilcock und Turnbull (1980), Easterbrook und Fischel (1985), Blumberg (1986), Brander und Lewis (1986), Leeborn (1991) sowie Hielscher (2010). Für eine Übersicht der englischsprachigen Literatur zur Institution der beschränkten Haftung vgl. Carney (1999). In der deutschsprachigen rechtswissenschaftlichen Literatur wird dieser Gedanke von Lehmann (1986) aufgegriffen. – Empirische Untersuchungen bestätigen die theoretische Vermutung zur dynamischen Risikoproduktivität: Die Studie von Harhoff et al. (1998) zeigt für Unternehmen in Deutschland, dass Firmen mit begrenzter Haftung vergleichsweise höhere Marktaustrittsraten und zugleich auch höhere Wachstumsraten aufweisen. Das lässt darauf schließen, dass sie insgesamt mehr produktive Risiken eingehen. Ebenfalls in einer empirischen Untersuchung für deutsche Unternehmen finden Czarnitzki und Kraft (2000), dass in Firmen mit beschränkter Haftung vergleichsweise größere Investitionen in Forschung und Entwicklung getätigt werden.

2. Zur Haftungsbeschränkung in Organisationen

Im ersten Abschnitt wurde unterstellt, dass es die Eigentümer selbst sind, die die Investitionsentscheidung des Unternehmens treffen. In diesem zweiten Abschnitt wird der Modellrahmen nun dahingehend erweitert, dass eine Arbeitsteilung zwischen Eigentümern und Management angenommen wird. Diese Arbeitsteilung besteht darin, dass die Eigentümer – als Prinzipale – ihre Entscheidungsbefugnis zur Geschäftsführung an einen Manager – den Agenten – delegieren.

Um das Modell möglichst einfach zu halten, werden nun einige Annahmen getroffen, von denen sich einige am besten mit Hilfe einer formalen Schreibweise präzisieren lassen. Wie schon zuvor, werden in einem ersten Schritt zunächst die Restriktionen erläutert, in einem zweiten Schritt die Präferenzen und das Gleichgewicht im Modell, um dann in einem dritten Schritt im Rahmen komparativer Statik politische Optionen zu diskutieren, wie das Gleichgewicht beeinflusst werden kann.

((1)) Betrachtet wird eine Kapitalgesellschaft mit vielen Eigentümern (Aktionären) und einem Manager. Etwaige Probleme kollektiven Handelns zwischen den Eigentümern werden ausgeblendet. Die Aktionäre beauftragen den Manager mit der Geschäftsführung. Er muss sich um die Auswahl und um die Durchführung von Projekten kümmern. Das Ergebnis eines jeden Projekts (π) hängt sowohl von Zufallseinflüssen (θ) als auch von dem Anstrengungsniveau des Managers (e) ab. Beide Erfolgsdeterminanten sind für die Eigentümer nicht unmittelbar beobachtbar. Direkt sichtbar für sie ist nur der Wert der Zufallsvariablen π . Es gilt:

$$\pi = f(e, \theta)$$

Der Zufallseinfluss führt dazu, dass die Projektergebnisse π normalverteilt sind mit dem Erwartungswert μ und der Streuung σ . Zur Vereinfachung sei angenommen, dass das Anstrengungsniveau des Managers lediglich zwei Ausprägungen annehmen kann. Folglich muss er sich entscheiden, ob er ein hohes Anstrengungsniveau (e_h) oder ein niedriges Anstrengungsniveau (e_l) wählt.

Wie schon zuvor wird angenommen, dass das Unternehmen seine verfügbaren Ressourcen nur auf die beiden Projekte x und y verteilen kann. Neu hingegen ist, wie diese Projekte interpretiert werden.

Bei Projekt x handelt es sich um ein Routineprojekt, das leicht administriert werden kann. Hier besteht die Option des Managers darin, in bereits bestehende Produkte zu investieren und Märkte zu bedienen, auf denen das Unternehmen bereits aktiv ist. Der Innovationsanteil dieses Projekts konvergiert gegen null. Folglich ist diese Investitionsstrategie relativ risikoarm. Die Streuung der Projektergebnisse weist den vergleichsweise geringen Wert σ_x auf. Allerdings verspricht Projekt x auch nur eine geringe Rendite in Höhe von μ_x . Zudem wird angenommen, dass diese Routineaufgaben nicht vom Anstrengungsniveau des Managers abhängig sind. Somit ergibt sich für den Ertrag dieser Strategie (Zufallsvariable π_x):

$$\begin{aligned}\pi_x &= \pi(e_l, \theta) = \pi(e_h, \theta) \\ \pi_x &\square N(\mu_x, \sigma_x)\end{aligned}$$

Die Ergebnisse des Projekts x sind normalverteilt mit dem Erwartungswert μ_x und der Streuung σ_x . Wenn der Manager ausschließlich in diese Strategie investiert, ist der Erwar-

tungswert und die Standardabweichung seines Projektportfolios durch den Punkt x in Abbildung 2 gekennzeichnet.

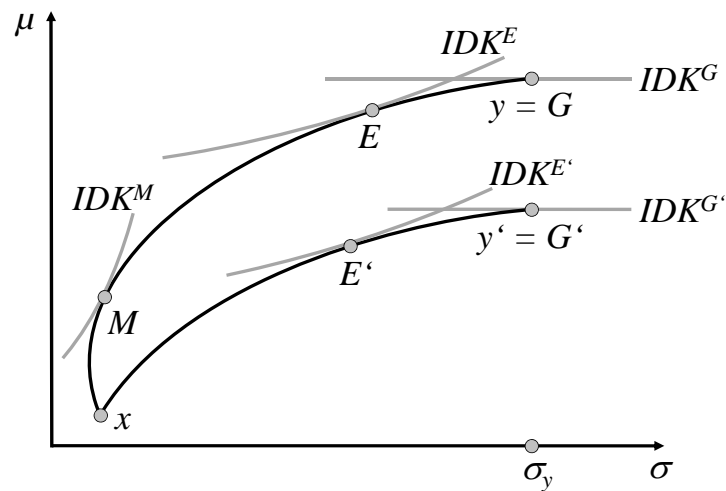


Abbildung 2: Zur Haftungsbeschränkung in Organisationen

Im Hinblick auf Projekt y wird die Annahme getroffen, dass es sich um ein Entrepreneurship-Projekt handelt. Hier besteht die Option des Managers darin, in Produkt- und Verfahrensinnovationen zu investieren, um im Unternehmen technologische oder organisatorische Neuerungen umzusetzen. Gegenüber dem Ausschöpfen bereits bestehender Möglichkeiten (durch Routineprojekt x) ist der erwartete Ertrag dieser Entrepreneurship-Strategie größer: $\mu_y > \mu_x$. Höher ist aber auch das Risiko: $\sigma_y > \sigma_x$. Da Entrepreneurship keine Routineaufgabe ist, hat das Anstrengungsniveau des Managers hier einen deutlichen Einfluss auf das Ergebnis. Notiert man für die Ergebnisse bei hoher Anstrengung π_y und für die Ergebnisse bei niedriger Anstrengung $\pi_{y'}$, so folgt:

$$\pi_y = \pi(e_h, \theta), \pi_y \sim N(\mu_y, \sigma_y)$$

$$\pi_{y'} = \pi(e_l, \theta), \pi_{y'} \sim N(\mu_{y'}, \sigma_{y'})$$

$$\pi_{y'} < \pi_y$$

Die Ergebnisse des Projekts y sind normalverteilt mit der Streuung σ_y . Der jeweilige Erwartungswert hängt jedoch vom Anstrengungsniveau ab, das der Manager wählt. Verhält er sich wie ein Entrepreneur und investiert er ausschließlich in Projekt y , so realisiert das Unternehmen den Punkt y in Abb. 2. Investiert er ausschließlich in Projekt y und verhält sich hingegen *nicht* wie ein Entrepreneur, so realisiert das Unternehmen den vergleichsweise unattraktiven Punkt y' .

Nun ist der Manager aber nicht darauf festgelegt, die verfügbaren Ressourcen ausschließlich in das Routineprojekt x oder in das Entrepreneurship-Projekt y zu investieren. Vielmehr ist es ihm auch möglich, sich für einen Mix zwischen beiden Projekten zu entscheiden. Risiko und Ertrag des daraus entstehenden Projektportfolios hängen dann von dem Anteil der jeweiligen Strategie und der Korrelation der risikobehafteten Erträge beider Strategien ab. Im Folgenden bezeichnet α den Anteil der Entrepreneurship-Strategie (mit Innovation) und $1-\alpha$ den Anteil der Routine-Strategie (ohne Innovation). Unter der Annahme, dass die Erträge beider Projekte nicht korreliert sind, gilt für die Kovarianz: $\sigma_{xy}=0$. Dies bedeutet, dass der Manager durch einen geeigneten Projekt-Mix das Portfolio-Risiko ver-

mindern kann, auch wenn es sich durch eine solche Diversifikation nicht vollständig bis auf null reduzieren lässt. Somit gilt für den Portfolioertrag bei einem hohem Anstrengungsniveau des Managers:

$$\begin{aligned}\pi_{portf} &\square N(\mu_{portf}, \sigma_{portf}) \\ \mu_{portf} &= (1-\alpha)\mu_x + \alpha\mu_y \\ \sigma_{portf} &= \sqrt{(1-\alpha)^2\sigma_x^2 + \alpha^2\sigma_y^2}\end{aligned}$$

Analog gilt für den Portfolioertrag bei einem niedrigen Anstrengungsniveau des Managers:

$$\begin{aligned}\pi'_{portf} &\square N(\mu'_{portf}, \sigma_{portf}) \\ \mu'_{portf} &= (1-\alpha)\mu_x + \alpha\mu'_y \\ \sigma_{portf} &= \sqrt{(1-\alpha)^2\sigma_x^2 + \alpha^2\sigma_y^2}\end{aligned}$$

Damit ist die Analyse der Restriktionen abgeschlossen: Bei einem hohen Anstrengungsniveau (e_h) des Managers sieht sich das Unternehmen mit einem durch die Verbindungslinie xy begrenzten Möglichkeitenraum konfrontiert. Bei einem niedrigen Anstrengungsniveau (e_l) wird der Möglichkeitenraum des Unternehmens durch die Verbindungslinie xy' begrenzt.

((2)) Im Hinblick auf die Präferenzen sind nun drei Akteure zu unterscheiden. Für sie gilt: Der repräsentative Bürger ist risikoneutral, der Manager ist stark risikoavers und die Eigentümer sind schwach risikoavers.

Zur Erläuterung: Der repräsentative Bürger hält keine Aktien an dem betrachteten Unternehmen. Folglich ist er den wirtschaftlichen Risiken gegenüber, die hier eingegangen werden, absolut unempfindlich. Deshalb verlaufen seine Indifferenzlinien (IDK^G) strikt horizontal. Allerdings ist es ihm lieber, wenn das betrachtete Unternehmen nicht Verluste erleidet, sondern Gewinne erzielt. Zudem hat er eine Präferenz für möglichst hohe Gewinne, da diese – im Rahmen einer wettbewerblich verfassten Marktwirtschaft, wie sie hier unterstellt ist – als Signal und Belohnung für gelungene Fortschritte bei der Wertschöpfung zu interpretieren sind, von denen der repräsentative Bürger langfristig profitieren wird. Insofern wird aus der Perspektive des Gemeinwohls präferiert, dass als Projekt-Mix nicht Punkt G' (mit dem Ertrag y'), sondern stattdessen Punkt G (mit dem Ertrag y) realisiert wird.

Im Hinblick auf die Eigentümer und den Manager, die vom Risiko des Unternehmens persönlich betroffen sind, sei zunächst unterstellt, sie hätten *identische* Risikopräferenzen in Bezug auf ihr *totales* Einkommen. Mit dieser Annahme wird eine gemeinsame Ausgangsbasis unterstellt, von der aus leicht verständlich gemacht werden kann, dass bestimmte Situationsbedingungen – nicht zuletzt in Form von gestaltbaren marktlichen, vertraglichen und gesetzlichen Gewinnaufteilungs- und Haftungsregeln – dafür sorgen können, dass sich die Risikopräferenzen von Eigentümern und Managern trotz gemeinsamer Ausgangsbasis deutlich unterscheiden.

Zur Erläuterung: Das Gesamteinkommen eines Managers besteht zum einen aus der Vergütung, die er für seine Geschäftsführungstätigkeit erhält, und zum anderen aus den Erträgen seiner sonstigen Vermögenstitel. Da der Manager zwar sein Geld- und Sachvermögen, nicht jedoch sein Humanvermögen diversifizieren kann, ist er von den Risiken des Unternehmens, für das er arbeitet, stark betroffen. Seine Risikoaversion ist hoch. Graphisch

übersetzt heißt das, dass in Abb. 2 die Indifferenzlinie des Managers (z.B. IDK^M) einen steilen Verlauf aufweist. Wandert man diese Kurve in nord-östlicher Richtung entlang, so sieht man: Um mehr Risiko in Kauf zu nehmen, benötigt der Manager vergleichsweise viel Ertrag, wenn sein Nutzenniveau konstant gehalten werden soll.

Im Unterschied zum Manager können die Eigentümer ihr Gesamtvermögen sehr weitgehend diversifizieren, indem sie ihr Kapital auf sehr viele Anlagemöglichkeiten verteilen und dann im Status eines Kleinaktionärs vom Risiko eines bestimmten Unternehmens nur vergleichsweise geringfügig betroffen sind. Dies bedeutet, dass sie im Hinblick auf den Ertrag des betrachteten Unternehmens deutlich weniger risikoavers sind als im Hinblick auf den Ertrag ihres Gesamtportfolios. Folglich nehmen die Indifferenzlinien der Eigentümer in Abb. 2 eine ganz bestimmte Form an: Ohne eine Diversifizierbarkeit ihres Gesamtvermögens wären ihre Indifferenzlinien sehr steil (= hohe Risikoaversion). Da sie ihr Vermögen jedoch weit streuen können, sind die Indifferenzlinien der Eigentümer vergleichsweise flach. In Abb. 2 werden sie durch die Kurven IDK^E und $IDK^{E'}$ repräsentiert: Strengen sich die Manager an, präferieren die Eigentümer als Projekt-Mix Punkt E auf der Verbindungslinie xy. Strengen sich die Manager *nicht* an, präferieren die Eigentümer als Projekt-Mix Punkt E' auf der Verbindungslinie xy'. Ceteris paribus wäre es ihnen lieber, dass sich die Manager anstrengen.

Vor diesem Hintergrund stellen sich nun mehrere Fragen, die systematisch nacheinander untersucht und beantwortet werden müssen. Die erste Frage lautet: Was können die Eigentümer tun, um das Verhalten der Manager in ihrem Sinne zu beeinflussen? Hier geht es um alternative Optionen für *Corporate Governance*, also für die institutionelle Steuerung innerhalb eines Unternehmens. Die zweite Frage lautet: Was kann die Ordnungspolitik tun, um das Verhalten der Eigentümer den Managern gegenüber im Sinne des Gemeinwohls zu beeinflussen? Hier geht es um alternative Optionen für *Corporate Sector Governance*, also für die institutionelle Steuerung des gesamten Unternehmenssektors, d.h. eines Systems von Unternehmen.

((3)) Zunächst zur Corporate Governance: Bei dem Versuch, die Manager mit geeigneten Anreizen zu versorgen, sehen sich die Eigentümer mit zwei Schwierigkeiten konfrontiert, die zuvor schon kurz angesprochen wurden, jetzt aber noch einmal explizit verdeutlicht werden sollen.

- Zum einen besteht zwischen Eigentümern und Managern eine Informationsasymmetrie bezüglich des realisierten Anstrengungsniveaus: Die Eigentümer können nicht direkt beobachten, welches Anstrengungsniveau die Manager gewählt haben. Direkt beobachten können sie nur den Projektertrag. Da es sich beim Projektertrag aber um eine stochastische Größe handelt, die von ebenfalls nicht direkt beobachtbaren Schocks positiver oder negativer Art (θ) beeinflusst wird, können die Eigentümer auch nicht ohne Weiteres vom Projekterfolg (π) auf das Anstrengungsniveau (e) schließen. Folglich ist es unmöglich, das Anstrengungsniveau direkt zum Gegenstand des Vergütungsvertrags zu machen. Stattdessen ist es erforderlich, im Rahmen der Corporate Governance Anreize zu setzen, die sich *mittelbar* darauf auswirken, wie stark sich das Management anstrengt.
- Zum anderen besteht zwischen Eigentümern und Managern eine Informationsasymmetrie bezüglich der Projektwahl. In der Regel wissen die Eigentümer nicht genau, welche konkreten Investitions-Optionen dem Unternehmen zur Verfügung stehen. Über dieses Detailwissen verfügen nur die Manager. Sie sind ja die eigentlichen Entscheidungsträger. Deshalb können nicht die Projekte selbst zum Gegen-

stand des Vergütungsvertrags gemacht werden, sondern nur die Anreize, an denen sich die Manager orientieren, wenn sie ihren Entscheidungsspielraum nutzen und gemäß der subjektiven Wahrnehmung ihres eigenen Interesses einen Projekt-Mix für das Unternehmen festlegen, der sich mehr oder weniger weit von dem Projekt-Mix entfernen mag, den sich die Eigentümer eigentlich wünschen würden.

Somit stehen die Aktionäre simultan vor *zwei* Prinzipal-Agent-Problemen: Das eine betrifft die Schwierigkeit, ein hohes Anstrengungsniveau der Manager sicherzustellen. Das andere betrifft die Schwierigkeit, den Tradeoff zwischen Ertrag und Risiko zu beeinflussen, den die Manager bei ihrer Investitionsentscheidung zugrunde legen. Im Rahmen der Corporate Governance besteht das Instrument zur Lösung dieser Probleme im Abschluss eines Vergütungsvertrags, von dem die gewünschten Anreizwirkungen ausgehen.

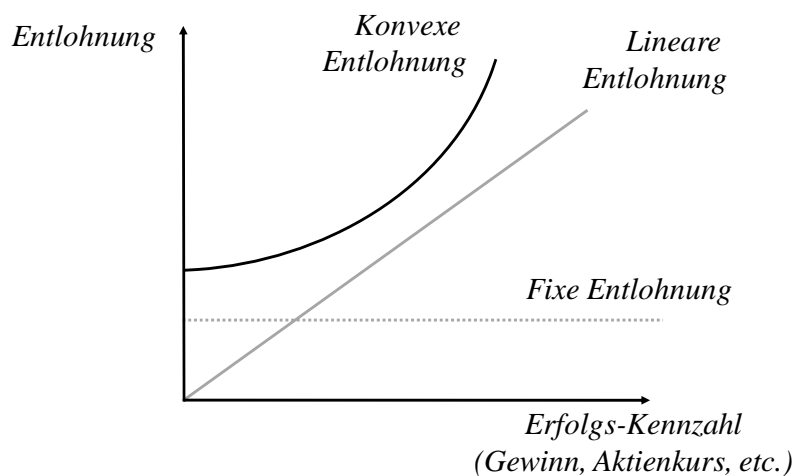


Abbildung 3: Alternative Vergütungsschemata

Im Hinblick auf einen Anreizvertrag, mit dem die Vergütungsstruktur des Managements festgelegt wird, lassen sich systematisch drei Alternativen entscheiden (Abb. 3): (a) eine fixe Vergütung, (b) eine lineare Vergütung und (c) eine konvexe Vergütung. Abb. 4 verdeutlicht die Systematik dieser Unterscheidung.

Bei einer fixen Vergütung wird dem Manager ein Geldbetrag ausgezahlt, der unabhängig ist vom Projekterfolg π und folglich auch unabhängig von den jeweiligen Erfolgs-Kennzahlen des Unternehmens wie etwa Gewinn, Aktienkurs usw. Hier wird weder – als Belohnung – ein an hohe Projekterträge geknüpfter Bonus gezahlt, noch wird – als Bestrafung – ein Malus vorgesehen, mit dem der Manager für einen niedrigen Projektertrag sanktioniert wird. In Abbildung 3 entspricht einer solchermaßen fixen Vergütungsstruktur ein horizontaler Verlauf des Entlohnungsschemas.

Vergütungsschema	Bonus?	Malus?
fix	nein	nein
linear	ja	ja
konvex	ja	nein

Abbildung 4: Zur Systematisierung der Vergütungsschemata

Abb. 5 hilft, sich die Konsequenzen vor Augen zu führen, die eine fixe Vergütung im Rahmen des Prinzipal-Agent-Modells nach sich zieht.

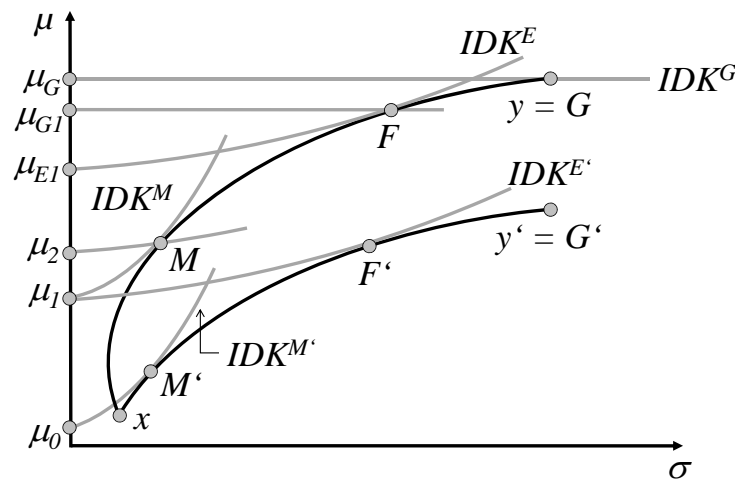


Abbildung 5: Zur Auswirkung alternativer Vergütungsschemata

Zur Erläuterung: Bei fixer Vergütung ist das Einkommen des Managers sowohl vom Gewinn als auch vom Risiko des Projektportfolios völlig unabhängig. Somit ist der Manager zwischen allen Punkten im μ - σ -Diagramm indifferent. Eine Indifferenzkurvenschar gibt es folglich nicht. Vielmehr bilden alle Punkte eine – hier naturgemäß nicht eingezeichnete – „Indifferenzfläche“. Das bedeutet: Aufgrund dieser Vergütungsstruktur hat der Manager weder einen besonderen Anreiz, sich individuell anzustrengen, noch hat er einen besonderen Anreiz, bei seiner Portfolio-Entscheidung ein hohes Risiko zu scheuen, d.h. hohe σ -Werte zu vermeiden. Wie sieht unter diesen Bedingungen das Gleichgewicht aus?

Nimmt man an, dass der Manager hinsichtlich der σ -Dimension aufgrund seiner Indifferenz genau das Risikoniveau wählt, das sich die Eigentümer wünschen, die ja hier eine deutliche Präferenz haben, so wird der Manager ein Portfolio-Mix wählen, das entweder Punkt F oder Punkt F' entspricht. Hinsichtlich dieser beiden Punkte ist der Manager selbst allerdings nicht indifferent. Hohe Anstrengungen sind für ihn kostenträchtiger als niedrige Anstrengungen. Da er bei einem fixen Vergütungsschema für höhere Anstrengungen nicht höher bezahlt wird, fehlt es ihm hier an einem Leistungsanreiz. Folglich wird er den Portfolio-Mix F' realisieren. Aus Sicht der Eigentümer betragen die Agency-Kosten²⁴ bei einer fixen Vergütung $\mu_{E1} - \mu_1$.

(b) Bei einer linearen Vergütung werden die Zahlungen an den Manager strikt am Projektertrag ausgerichtet. Hierbei werden Erfolge und Misserfolge in Form von Boni und Mali symmetrisch berücksichtigt. Dies zieht die Konsequenz nach sich, dass sich der Manager bei seinen Geschäftsführungsentscheidungen risikoavers verhalten wird, und zwar weitaus stärker risikoavers als die weitgehend diversifizierten Eigentümer. Folglich verlaufen die Indifferenzkurven des Managers (IDK^M) deutlich steiler als die der Eigentümer (IDK^E).

Dies bedeutet aber nicht notwendigerweise, dass sich der Manager auch automatisch wenig anstrengen wird. Obwohl seine Leistung nicht unmittelbar beobachtet werden kann und deshalb nicht ohne weiteres kontrollierbar (und sanktionierbar) ist, kann sich der Manager trotzdem mit Anreizen konfrontiert sehen, ein hohes Anstrengungsniveau (e_h) zu wählen. Dies ist genau dann der Fall, wenn aus seiner Sicht das Sicherheitsäquivalent des durch Punkt M repräsentierten Projekt-Mixes abzüglich seiner subjektiven Anstrengungskosten c größer ist als das Sicherheitsäquivalent des durch Punkt M' repräsentierten Pro-

²⁴ Vgl. Jensen und Meckling (1976).

dukt-Mixes: Wenn durch den Anreizvertrag sichergestellt wird, dass $\mu_1 - c > \mu_0$, so wird hier als Gleichgewichtslösung der Projekt-Mix M realisiert. Aus Sicht der Eigentümer betragen die Agency-Kosten bei einer linearen Vergütung $\mu_{E1} - \mu_2$.

(c) Ein konvexes Vergütungsschema ist nur bedingt am Projektertrag orientiert. Es weist die Eigenschaft auf, dass sich eine gute Unternehmensentwicklung überproportional in den Bezügen des Managers niederschlägt, wohingegen eine schlechte Unternehmensentwicklung für den Manager nur zu geringen Einkommensbußen führt. Pauschal betrachtet, sieht ein konvexes Vergütungsschema zwar Boni vor, aber keine Mali. In dieser Hinsicht lässt es sich als asymmetrisch kennzeichnen.

Diese Asymmetrie hat zur Konsequenz, dass der Manager vom Risiko des Projektertrags partiell entlastet wird. Man kann dies als eine Art von *Haftungsbeschränkung* interpretieren: Der Manager wird belohnt, wenn es im Unternehmen gut läuft, aber er wird nicht in entsprechender Weise bestraft, wenn es im Unternehmen schlecht läuft. Dies ermutigt ihn, mehr Risiken einzugehen.²⁵ Graphisch hat dies zur Folge, dass seine Indifferenzkurven flacher verlaufen. Sie werden den Indifferenzkurven der Eigentümer ähnlicher. Im Idealfall eines gelungenen Anreizvertrags nehmen sie sogar die exakt gleiche Verlaufsform an.

Unter der Bedingung, dass ein solcher Anreizvertrag simultan auch das zweite Prinzipal-Agenten-Problem löst, indem es den Manager mit einem Anreiz zur Wahl eines hohen Anstrengungsniveaus versorgt, kann sogar der Projekt-Mix F erreicht werden. Dies ist dann der Fall, wenn $\mu_{E1} - c > \mu_1$. Damit werden aus Sicht der Eigentümer die Agency-Kosten auf null reduziert.

((4)) Nun zur Corporate Sector Governance: Wenn man sich politisch nicht damit begnügen will, dass der Staat als Rechtsstaat das Medium privater Verträge zur Verfügung stellt, welches Eigentümer und Manager nutzen können, um die mit einer Delegation der Geschäftsführungsbefugnis verbundenen Anreizprobleme in den Griff zu bekommen, dann gibt es zwei Optionen zur politischen Beeinflussung des Management-Verhaltens. Die erste Option besteht darin, in die Privatautonomie der beiden Vertragsparteien interventionistisch einzugreifen und beispielsweise bestimmte Formen von Vergütungsschemata gesetzlich vorzuschreiben. Die zweite Option ist ordnungspolitischer Natur. Sie besteht darin, die Privatautonomie der Vertragsparteien zu respektieren und statt eines direkten Durchgriffs indirekt vorzugehen, indem man den Eigentümern Anreize gibt zur Anreizsetzung für Manager. Diese Option sei im Folgenden als *Ordnungspolitik zweiter Ordnung* bezeichnet. Während eine Ordnungspolitik erster Ordnung Spielregeln gestaltet, um die Spielzüge gesellschaftlicher Akteure institutionell zu steuern, wird bei einer Ordnungspolitik zweiter Ordnung berücksichtigt, dass es sich bei den zu steuernden Spielzügen ihrerseits um ein Regelsetzungsverhalten handelt, so dass hier nicht einfach Anreize gesetzt werden, sondern Anreize zur Anreizsetzung.²⁶

²⁵ In der Literatur zur Managemententlohnung findet dieser Effekt seit Mitte der 1980er Jahre Beachtung. Ausgehend von dem Beitrag von Smith und Stulz (1985) hat sich ein Forschungsstrang entwickelt, der die Auswirkungen konvexer Entlohnung (z. B. mittels Aktienoptionen) auf die Investitionsentscheidungen des Managements untersucht. Für einen Überblick über die theoretischen und empirischen Arbeiten vgl. Guay, Core und Larcker (2003). Auch die spätere Studie von Coles et al. (2006) ist informativ. Hier wird empirisch belegt, dass stärkere Anreize zur Risikoübernahme tatsächlich mehr Investitionen in Forschung und Entwicklung nach sich ziehen.

²⁶ Der Begriff einer „Ordnungspolitik zweiter Ordnung“ ist ursprünglich im Kontext von Forschungen zur Korruptionsbekämpfung geprägt worden, um der Erkenntnis Rechnung zu tragen (und Anerkennung zu verschaffen), dass das Problem nicht schon gelöst ist, sobald der Staat Korruption verbietet, sondern dass eine effektive Lösung des Problems nur dann herbeigeführt werden kann, wenn der Staat die betroffenen

Ein probates Mittel für eine Ordnungspolitik zweiter Ordnung besteht darin, eine Rechtsform bereitzustellen, die den Eigentümern des Unternehmens eine Haftungsbeschränkung gewährt. Graphisch übersetzt in Abb. 5, hätte dies zur Folge, dass die Indifferenzkurven der Eigentümer flacher verlaufen und deshalb der von ihnen präferierte Projekt-Mix entlang der Verbindungslinie xy ausgehend von F in nord-östliche Richtung wandert. Auf diese Weise würden die aufgrund der Haftungsbeschränkung weniger risikoaversen Eigentümer dazu veranlasst, Anreizverträge abzuschließen, die mittels eines konvexen Vergütungsschemas den Manager dazu ermutigen, bei der unternehmerischen Geschäftsführung mehr innovative Risiken einzugehen. Das neue Gleichgewicht würde folglich auf der Verbindungslinie xy in dem Segment zwischen F und G liegen. Auf diese Weise ließe sich die Differenz $\mu_G - \mu_{G1}$ gemeinwohlförderlich verringern.

3. Regulierungspolitische Reaktionen auf die Finanzkrise

In der deutschen Öffentlichkeit gibt es seit langem eine kritische Diskussion um die Höhe und Struktur der Managementvergütung. Diese Diskussion ist im Zuge der Finanzkrise stark intensiviert worden und hat regulierungspolitische Aktivitäten ausgelöst. Dieser Zusammenhang soll im Folgenden rekonstruiert werden.

((1)) In der unternehmerischen Praxis der Bundesrepublik haben viele erfolgsabhängige Vergütungsschemata für Manager einen konvexen Verlauf. Hierzu tragen Aktienoptionsmodelle und Abfindungszahlungen maßgeblich bei: Im Unterschied zu einer Vergütung mit Aktien des eigenen Unternehmens profitiert der Manager bei einer Vergütung mit Aktienoptionen von Kurssteigerungen, während Kursverluste seine Vermögensposition nicht schmälern. Optionen sorgen also genau für jene Asymmetrie, die erforderlich ist, um ein erfolgsabhängiges Vergütungsschema konvex zu machen. Ähnlich verhält es sich mit Abfindungen (in Form eines „golden parachute“ oder „goldenen Handschlags“). Solche Abfindungen erhalten Manager beim vorzeitigen Ausscheiden aus dem Unternehmen, z.B. in Folge einer Übernahme, bei der das leitende Management ausgewechselt wird. Da Unternehmensübernahmen oft eine Konsequenz schlechter Unternehmensergebnisse sind, lassen sich Abfindungen als ein Mittel interpretieren, den Manager bei geringem Erfolg nicht allzu stark negativ zu sanktionieren. Zugrunde liegt folgende Anreizlogik: Indem man den Manager ex post finanziell schont, wird er veranlasst, ex ante mehr Risiken einzugehen, auch wenn damit die Gefahr eines Scheiterns verbunden ist. Abfindungen können folglich verhindern, dass der Manager bei seinen Entscheidungen einfach auf Nummer sicher geht und folglich zu wenig produktive Risiken in Kauf nimmt.

((2)) Neben der absoluten Höhe der Managergehälter steht auch die Struktur der Managementvergütung im Fokus der öffentlichen Diskussion. Diese Diskussion wird üblicherweise im Paradigma der „Leistungsgerechtigkeit“ geführt und führt dann systematisch zu zwei Kritikpunkten.

Organisationen, also vor allem die Unternehmen, dazu veranlasst, ihrerseits aktiv gegen Korruption vorzugehen. Damit die Unternehmen ihren Mitarbeitern effektive Anreize setzen, Korruption weder zu dulden noch zu praktizieren, benötigen sie selbst effektive Anreize, solche Anreize setzen zu wollen (und zu können). In diesem Sinne ist eine Ordnungspolitik erster Ordnung – d.h. ein staatliches Korruptionsverbot – zwar notwendig, aber nicht hinreichend und deshalb ergänzungsbedürftig, d.h. angewiesen auf eine Ordnungspolitik zweiter Ordnung, die Anreize setzt zur Anreizsetzung in und durch Unternehmen. Vgl. hierzu umfassend Pies (2008).

- Aus der Perspektive der Leistungsgerechtigkeit betrachtet, empfinden es viele als ungerecht, wenn Manager – nach dem Muster: Bonus ohne Malus – asymmetrisch entlohnt werden. In ähnlicher Weise wird es oft als ungerecht empfunden, wenn erfolglose Manager mit einem goldenen Handschlag verabschiedet werden. Aus dieser Sichtweise resultieren dann Forderungen, die darauf hinauslaufen, die Konvexität der Entlohnungsschemata abzubauen und zu einer stärker linearen Managementvergütung überzugehen.
- Aus der Perspektive der Leistungsgerechtigkeit betrachtet, empfinden es viele als ungerecht, dass die durchschnittliche Vergütung der Manager insbesondere in den großen Aktiengesellschaften während des letzten Jahrzehnts stark überproportional angestiegen ist. Aus dieser Sichtweise resultieren dann Forderungen, den Anteil der erfolgsabhängigen Vergütung deutlich zurückzufahren. Dies läuft darauf hinaus, die Konvexität der Entlohnungsschemata abzubauen und zu einer stärker fixen Managementvergütung überzugehen, die zudem – so die populäre Vorstellung – hinsichtlich der absoluten Höhe gedeckelt werden sollte.

((3)) Vor diesem Hintergrund sind im Zuge einer Reaktion auf die Finanzkrise bereits erste gesetzliche Initiativen auf den Weg gebracht worden. Sie zielen darauf ab, die Praxis der Managerentlohnung stärker zu regulieren und setzen hierbei deutlich auf die interventionistische Option, in die Vertragsgestaltung zwischen Eigentümern und Management mit gesetzlichen Direktiven einzugreifen.

(a) Der Deutsche Bundestag hat am 18. Juni 2009 das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) beschlossen, das am 5. September 2009 in Kraft trat. Darin enthalten sind unter anderem folgende Regelungen, die für *alle* Aktiengesellschaften in Deutschland gelten:

- Die Vergütung des Vorstands muss in einem angemessenen Verhältnis zu dessen Leistung stehen.
- Auch gegen bestehende Verträge kann die Vergütung von Vorständen herabgesetzt werden, wenn die Lage des Unternehmens sich verschlechtert.
- Bei unangemessener Vergütung ist der Aufsichtsrat schadensersatzpflichtig (persönliche Haftung der Aufsichtsräte).

Dies setzt klare Anreize für den Aufsichtsrat: Um eventuelle Haftungsansprüche zu begrenzen, muss er sich bei der Bestimmung der Manager-Entlohnung zukünftig am Prinzip der „Leistungsgerechtigkeit“ orientieren. Damit wird es verbindlich, bei der Vergütung der Manager stärker als bisher darauf zu achten, dass nicht nur gute, sondern auch schlechte Unternehmensergebnisse einen für die Manager spürbaren Entlohnungseffekt haben. Folglich wird hier aufgrund einer gesetzlichen Vorschrift die Konvexität der Vergütungsschemata systematisch reduziert.

(b) Speziell für die Finanzbranche wurden in Deutschland noch weiter gehende Vorschriften eingeführt. Die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) festgelegten „Mindestanforderungen für das Risikomanagement“ bei Kreditinstituten (MARisk (BA)) wurden am 14. August 2009 verschärft. Als Ziel wird ausgewiesen, „schädliche Anreize“ zur exzessiven Risikoübernahme zu eliminieren. Insbesondere wird gefordert,

- dass Mitarbeiter auf Boni nicht „signifikant angewiesen“ sein dürfen,
- dass kurzfristige Gewinne sich nicht mehr in den Boni niederschlagen,
- dass bei Verlusten Boni zurückgefordert werden können und

- dass Abfindungen begrenzt werden.

((4)) Als Zwischenfazit lässt sich festhalten: Im Zuge der Finanzkrise und ihrer regulierungspolitischen Bewältigung hat der Gesetzgeber auf die öffentliche Diskussionslage zur – vermeintlich mangelhaften – „Leistungsgerechtigkeit“ der Entlohnung von Managern reagiert. Per Gesetz wurden die in der öffentlichen Debatte populären Forderungen nach einer Erhöhung der Leistungsgerechtigkeit rechtlich implementiert. Hierdurch werden die Eigentümer von Aktiengesellschaften und insbesondere von Banken verpflichtet, die bisherige Praxis der Managementvergütung zu ändern. Wichtige Eckpunkte der Anreizverträge werden nun interventionistisch vorgegeben. Die generelle Stoßrichtung dieser Interventionen besteht darin, einen Abbau stark konvexer Vergütungsschemata zu veranlassen und an ihre Stelle stärker lineare und fixe Vergütungsformen treten zu lassen.

((5)) Es ist augenfällig, dass die um die Vorstellung von Leistungsgerechtigkeit zentrierte öffentliche Diskussion zur Managementvergütung die aus ökonomischer Sicht im Vordergrund stehende Aufgabe, ein doppeltes Prinzipal-Agent-Problem zu lösen, gar nicht im Blick hat. Die Höhe und Struktur der Managementvergütung, die sich in den letzten zehn Jahren eingespielt hat, leuchtet vielen Teilnehmern am Diskurs nicht unmittelbar ein und gilt ihnen deshalb als Verstoß gegen ihre moralischen Intuitionen, vor allem als Verstoß gegen ihre Gerechtigkeitsintuitionen.²⁷

Vor diesem Hintergrund soll hier bewusst offen bleiben, ob der Gesetzgeber im konkreten Fall zu loben oder zu tadeln ist: ob er zu loben ist, weil er auf dem Weg des Interventionismus nur kleine Trippelschritte gegangen ist, die an sich nicht allzu viel Schaden anrichten mögen, aber sehr zur (vorübergehenden) Beruhigung der Öffentlichkeit beigetragen haben; oder ob er tadeln ist, weil hier ein Weg eingeschlagen wurde, der zukünftig jede Regierung unter Druck setzt, um ihrer eigenen Popularität willen populistisch werden zu müssen, mit der Folge, dass an einer ganz wichtigen Stellschraube des marktwirtschaftlichen Systems gedreht wird, ohne die Anreizwirkungen und ihre (System-)Folgen – insbesondere für das Innovationsverhalten der Unternehmen – ins öffentliche Bewusstsein zu heben.

4. Wie Managervergütungen (nicht) reguliert werden sollten

Stattdessen soll im Folgenden einer anderen Frage nachgegangen werden. Sie lautet: Wenn es richtig ist, dass die internationale Finanzkrise unter anderem auch darauf zurückzuführen ist, dass von den Bankmanagern exzessive Risiken eingegangen wurden, folgt dann daraus, dass – wenn schon nicht die allgemeine Regulierung der Managementvergütung in Aktiengesellschaften, so doch zumindest – die spezielle Regulierung der Managementvergütung in Banken mit ökonomischen Argumenten unterlegt werden kann? Inwiefern handelt es sich nicht doch um eine gemeinwohlförderliche Intervention, wenn vorgeschrieben wird, dass Bankmanager in Zukunft weniger konvex als bis bisher und stattdessen stärker linear und sogar fix vergütet werden?

²⁷ Vgl. hierzu ausführlich die Analyse von Pies und Sass (2010), derzufolge hier eine gravierende Diskrepanz zwischen Sozialstruktur und Semantik vorliegt: Die Semantik der Leistungsgerechtigkeit ist von ihren Kategorien her gar nicht darauf referentialisiert, die Funktionalität – also den Gemeinwohlbeitrag – der in Frage stehenden Vergütungsstrukturen beurteilen zu können. Sie verurteilt aufgrund eines intuitiven Vor-Urteils. – Für ebenfalls ökonomisch instruierte Versuche, populäre Fehlurteile über die aktuelle Praxis der Managementvergütung aufzudecken, vgl. Boatright (2009a) und (2009b).

((1)) Diese Frage lässt sich beantworten, indem man den Modellrahmen erweitert. Neben dem Routineprojekt x und dem vergleichsweise sowohl stärker ertragreichen als auch stärker risikobehafteten Entrepreneur-Projekt y wird nun noch ein drittes Projekt z in Betracht gezogen, das sich durch ein *extrem hohes* Risiko und zugleich durch einen *niedrigen* Ertrag auszeichnet (Abb. 6). Die Aktivität des Entrepreneurship wird damit differenzierungsbedürftig: Zu unterscheiden ist zwischen *produktivem* Entrepreneurship – repräsentiert durch Projekt y – und *unproduktivem* Entrepreneurship – repräsentiert durch Projekt z .²⁸ Damit verlängert sich die für Unternehmensentscheidungen relevante Restriktion von der Verbindungslinie xy zur Verbindungslinie xyz .²⁹

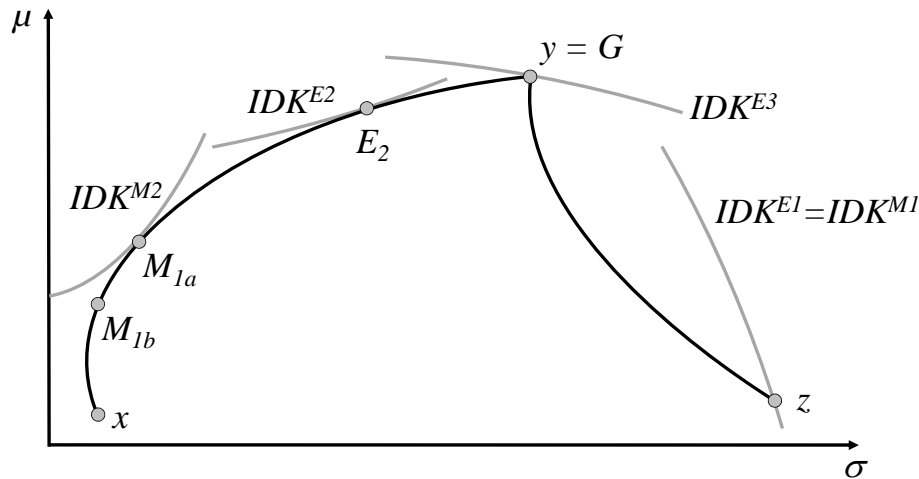


Abbildung 6: Wie die Managervergütung (nicht) reguliert werden sollte: Die Auswirkung einer linearen Entlohnung

Nun gilt es, die Interessenlage der Investoren zu erfassen. Unter normalen Bedingungen wird das Segment yz der Möglichkeitenlinie xyz gemieden. Wird dem Unternehmen hingegen – wie dies für manche Banken typisch (geworden) ist – der Status eingeräumt, „system-relevant“ im Sinne von „too big to fail“ zu sein, also bei einer drohenden Insolvenz mit staatlichen Mitteln gerettet zu werden, dann kommt es prospektiv zu einer Privatisierung von Gewinnen und zu einer Sozialisierung von Verlusten. Die Anreizwirkung eines solchen Arrangements lässt sich als *exzessive Haftungsbeschränkung* beschreiben, die ein klassisches Moral-Hazard-Problem heraufbeschwört: Die exzessive Haftungsbeschränkung hat zur Folge, dass die an sich risikoaversen Eigentümer nunmehr risikofreudig werden.³⁰ Ihre Indifferenzkurven (z. B. IDK^{E1}) haben dann nicht mehr eine positive, sondern eine negative

²⁸ Vgl. zu dieser Unterscheidung Baumol (1990) sowie Baumol (2010). Bei der Unterscheidung zwischen produktivem und unproduktivem Entrepreneurship hat Baumol unterschiedliche Aktivitäten vor Augen. Das Spektrum, das er betrachtet, reicht von wirtschaftlichen Wertschöpfungsmaßnahmen (Produktion, Innovation) bis hin zu politischen Lobbymaßnahmen, durch die man sich – letztlich wertvernichtend – mit Privilegien zu versorgen versucht (Rentseeking). Im Unterschied zu Baumol besteht eine Besonderheit des hier betrachteten Modells darin, dass hier ein Kontinuum rein wirtschaftlicher Maßnahmen vorgestellt wird, von denen nur die riskantesten aus Sicht der Gesellschaft als unproduktiv angesehen werden.

²⁹ Zur analytischen Herleitung des atypischen Verlaufs der Möglichkeitenkurve yz vgl. Anhang 2.

³⁰ Für eine Beschreibung der Anreize zum Eingehen exzessiver Risiken durch Eigentümer von Finanzinstituten vgl. Sinn (2009; S. 88 ff), durch Finanzmanager Thanassoulis (2009). Ein numerisches Beispiel, welches die Logik der Wirkung von Haftungsbeschränkungen verdeutlicht, wird in Anhang 1 erläutert.

Steigung und sind konkav, nicht mehr konvex.³¹ Für das Optimum der Aktionäre zieht dies zwei Konsequenzen nach sich:

- Da die Eigentümer an möglichen Verlusten nicht (oder nur teilweise) partizipieren, ist nun nicht mehr auszuschließen, dass sie auch jene Projekte präferieren können, die im Vergleich zur Alternative y einen geringeren Erwartungswert und ein höheres Risiko aufweisen. Die Punkte auf der Linie yz kommen somit als Investitionsalternativen durchaus in Betracht.
- Da die Indifferenzkurven konkav sind, ergibt sich für das Optimum jedoch keine innere Lösung auf der Linie yz . Es kommen nur die Randpunkte y oder z in Betracht. Welcher dieser Randpunkte realisiert wird, hängt vom Ausmaß der negativen Steigung der Indifferenzkurven ab, das wiederum von dem Grad der Haftungsbeschränkung determiniert wird. Ist die Haftungsbeschränkung moderat, so sind die Indifferenzkurven relativ flach (z. B. IDK^{E3} in Abbildung 6). In diesem Fall wird unverändert der Projektmix y realisiert. Bei höherer Haftungsbeschränkung und folglich steiler werdenden Indifferenzkurven erfolgt zunächst keine Änderung des Optimums im Randpunkt y . Werden aber die Indifferenzkurven aufgrund einer *exzessiven* Haftungsbeschränkung noch steiler (z. B. IDK^{E1}), so kommt es schließlich zu einem Sprung des subjektiv wahrgenommenen Optimums von y zu z : Die Eigentümer schalten um und präferieren nun nicht länger Wertschöpfung, sondern Wertvernichtung.

Da die Eigentümer die Geschäftsführung an das Management delegiert haben, werden sie dafür Sorge tragen, dass der von ihnen präferierte Projektmix z von dem Manager auch tatsächlich realisiert wird. Sie schließen daher mit dem Management Anreizverträge mit extrem stark konvexen Vergütungsschemata ab. Die bewirken, dass auch die Geschäftsführung der Banken tendenziell mit Risikofreude betrieben wird. Deshalb wurde in Abbildung 6 angenommen, dass auch der Manager aufgrund seines Vergütungsschemas eine steil negativ geneigte Indifferenzkurve (IDK^{M1}) aufweist und folglich tatsächlich Punkt z realisiert.

Innerhalb dieses Modellrahmens lässt sich also durchaus erklären, wie es zur Finanzkrise kommen konnte: Durch eine exzessive Haftungsbeschränkung in Form einer Existenzgarantie für systemrelevante Banken wurde der Fehlanreiz gesetzt, exzessive Risiken einzugehen, mit der Folge, dass Banken nicht – als produktive Entrepreneure – *Wertschöpfung*, sondern stattdessen – als unproduktive Entrepreneure – *Wertvernichtung* betrieben haben.

((3)) Innerhalb des entwickelten Modellrahmens (Abb. 6) lässt sich nun analysieren, welche Vor- und Nachteile damit verbunden sind, wenn man versucht, die Konvexität der Vergütung von Bankmanagern interventionistisch zu reduzieren, indem man alle Banken dazu anhält, stärker auf lineare bzw. fixe Vergütungsschemata umzustellen. Um die Konsequenzen vor Augen zu führen, sei angenommen, dass Bank 1 als systemrelevant eingestuft wird und folglich eine staatliche Existenzgarantie hat, während Bank 2 vor einer Insolvenz nicht geschützt wird. Ansonsten identische Aktionäre werden sich folglich im Hinblick auf Bank 1 als risikofreudige und im Hinblick auf Bank 2 als risikoaverse Eigentümer verhalten. Für erstere gilt die Indifferenzkurve IDK^{E1} , für letztere gilt IDK^{E2} . Erstere präferieren Punkt z auf dem Segment yz ; letztere präferieren Punkt E_2 auf dem Segment xy . Erstere schließen mit ihrem Management einen Anreizvertrag, der die Geschäftsführung dazu bewegt, Punkt z zu realisieren. Letztere schließen einen Anreizvertrag, der den Manager Punkt M_{1a} realisieren lässt. Ausgehend von dieser Situation führt eine interventionistische Regu-

³¹ Im Extremfall nehmen sie sogar die Form einer vertikalen Linie an. Für eine analytische Herleitung zur Lage der Indifferenzkurven im μ - σ -Diagramm bei Risikofreude vgl. Tobin (1958; S. 76-78).

lierung der Managementvergütung dazu, dass *alle* ursprünglich gewählten Anreizverträge angepasst werden müssen. Im Folgenden werden zwei Fragen gestellt: (a) Welche Konsequenzen hat eine Regulierung, die eine tendenziell lineare Vergütung einfordert (und beispielsweise vorschreibt, dass es nicht nur Boni gibt, sondern auch Mali)? (b) Welche Konsequenzen hat eine Regulierung, die eine tendenziell fixe Vergütung einfordert (und beispielsweise vorschreibt, dass die erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile reduziert werden)?

(a) Fall 1: Orientiert man sich am Prinzip der „Leistungsgerechtigkeit“ und schreibt interventionistisch vor, dass die Vergütung von Managern Erfolge und Misserfolge des Unternehmens *symmetrisch* zu berücksichtigen hat, so werden aus derzeit konvexen Vergütungsschemata tendenziell lineare. Im Hinblick auf die zu erwartenden Konsequenzen muss man zwischen den beiden Banken unterscheiden:

- Bank 1: Die Reaktion der risikofreudigen Bank hängt von der Stärke der Regulierung ab. Deshalb sind zwei Szenarien zu unterscheiden: Wird die Konvexität der Entlohnung nur moderat verringert (Szenario 1), so verlaufen die immer noch konkaven Indifferenzkurven des Managers zwar flacher, aber das von ihm angestrebte Optimum verändert sich vorerst nicht. Die Bank verbleibt in der Randlösung z . Im ersten Szenario ist die Intervention folglich wirkungslos: Die Bank geht unverändert exzessive Risiken ein. Erst bei einer deutlich stärkeren Regulierung (Szenario 2) nimmt die Steigung der Indifferenzkurven hinreichend ab, so dass der Projektmix y für den Manager anreizkompatibel wird. Als Konsequenz switcht die Bank von z nach y . Sie schaltet um von Wertvernichtung auf Wertschöpfung.
- Bank 2: Für die risikoaverse Bank hat die interventionistische Regulierung der Managervergütung von Anfang an durchgehend negative Effekte. Der Manager wird durch die vorgeschriebene Vergütungsstruktur gezwungen, sich risikoscheuer zu verhalten. Graphisch bedeutet das, dass seine konvexen Indifferenzkurven steiler werden. Folglich wandert der aus Sicht des Managers optimale Punkt nach links, z.B. von M_{1a} nach M_{1b} . Die Bank verschenkt folglich einen Teil ihres Wertschöpfungspotentials, weil sie sich produktive Investitionen entgehen lässt. Realisiert wird nun ein sowohl einzelwirtschaftlich wie auch gesamtwirtschaftlich unattraktiveres Projektportfolio.

(b) Fall 2: Orientiert man sich am Prinzip der „Leistungsgerechtigkeit“ und geht interventionistisch gegen *high-powered incentives* in der Managementvergütung vor, indem man eine erfolgsunabhängige(re) Entlohnung vorschreibt, dann sind Auswirkungen zu erwarten, die sich mit Hilfe von Abbildung 7 anschaulich analysieren lassen.

Hier ist zu unterscheiden, ob sich der Manager anreizbedingt anstrengt oder nicht. Im ersten Szenario gilt die Verbindungslinie xyz als Restriktion, im zweiten Szenario gilt $xy'z'$. Zugrunde liegt die bereits zuvor getroffene (und erläuterte) Annahme, dass der Ertrag des Routineprojekts x unabhängig ist vom Anstrengungsniveau des Managers, während der Ertrag der produktiven respektive unproduktiven Entrepreneurship-Projekte y und z niedriger ausfällt – und auf die Werte y' bzw. z' fällt –, sofern sich der Manager *nicht* anstrengt.

Welches Projekt wird nun durch den Manager gewählt? Zunächst einmal ist davon auszugehen, dass eine zunehmend fixe – also vom Unternehmenserfolg abgekoppelte – Entlohnung es schwieriger macht, den Manager mit einem Anreiz zu versorgen, ein hohes Anstrengungsniveau zu wählen. Somit können lediglich Punkte auf dem unteren Ast der Möglichkeitenkurve ($xy'z'$) realisiert werden. Der Manager ist hier aufgrund der fehlenden

monetären Anreize zwischen allen Projektportfolios indifferent. Deshalb ist es plausibel anzunehmen, dass die Eigentümer durch nicht-monetäre Anreize den Manager dazu bewegen können, den von ihnen gewünschten Projektmix zu realisieren. Die durch exzessive Haftungsbeschränkungen stark risikofreudigen Eigentümer der Bank 1 präferieren auch auf der Möglichkeitenlinie $xy'z'$ die Alternative mit dem höchsten Risiko, also z' . Hingegen präferieren die Eigentümer der risikoaversen Bank 2 als Projektportfolio den Punkt E' .

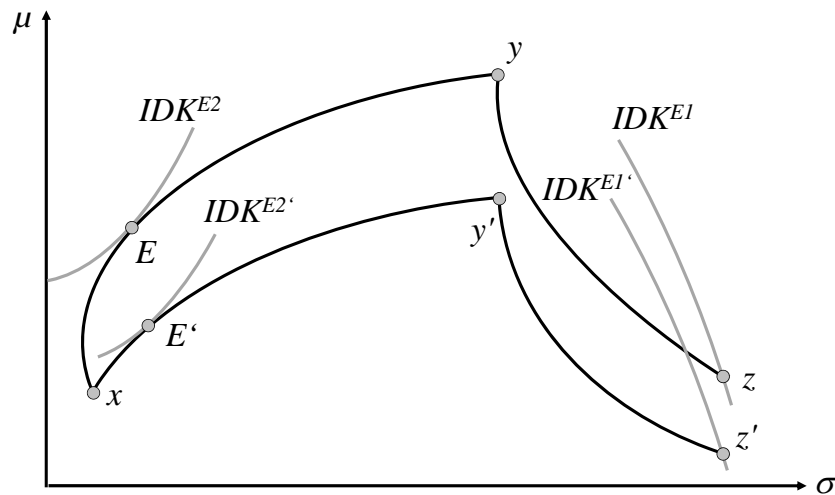


Abbildung 7: Wie die Managervergütung (nicht) reguliert werden sollte: Die Auswirkung einer fixen Entlohnung

Von hier ausgehend, ergibt die Analyse, dass eine Regulierung, die eine fixe Managementvergütung vorschreibt, für beide Bankentypen ein gesellschaftlich unerwünschtes Ergebnis nach sich zieht: Ist das Finanzunternehmen „too big to fail“ und folglich exzessiv risikofreudig (Bank 1), so zieht die Intervention die Konsequenz nach sich, dass sich das Projektportfolio von z zu z' verschiebt. Das ist gesellschaftlich nicht erwünscht. Handelt es sich hingegen um ein prinzipiell insolvenzgefährdetes und folglich risikoaverses Finanzunternehmen (Bank 2), so verschiebt sich das Projektportfolio von E zu E' . Auch dies ist gesellschaftlich unerwünscht. In Folge einer Intervention kommt es also zu einer Verringerung des erwarteten Ertrags.

((4)) Diese Modellergebnisse lassen sich in der Aussage zusammenfassen, dass die Regulierung eines exzessiven Risikoverhaltens nicht interventionistisch bei den Vergütungsstrukturen für Manager ansetzen sollte, sondern stattdessen – als Ordnungspolitik zweiter Ordnung – an der Interessenlage der Eigentümer. Anstatt den Eigentümern Vorschriften zu machen, die sie daran hindern (sollen), mit dem Management genau die Anreizverträge abzuschließen, die sie abschließen wollen, weil sie ihrem Eigeninteresse entsprechen, könnte man alternativ auch den Weg gehen, das Eigeninteresse der Eigentümer zu regulieren und ihnen dann bei der Wahl der mit dem Management abzuschließenden Anreizverträge freie Hand zu lassen.

Eine solche Ordnungspolitik zweiter Ordnung würde darauf abstellen, in Abbildung 7 den Übergang von Punkt z zu Punkt y zu erreichen, also die exzessive Haftungsbeschränkung zurückzunehmen. Hierzu sind zahlreiche Maßnahmen geeignet. Man denke beispiels-

weise an eine Heraufsetzung der Eigenkapitalvorschriften oder daran, dass selbst bei einer staatlichen Abwendung einer Bankeninsolvenz die Aktionäre zur Kasse gebeten werden.³²

Dies hätte mehrere Vorteile: Zum einen wäre es möglich, im Rahmen einer Ordnungspolitik zweiter Ordnung die beiden unterschiedlichen Banken auch tatsächlich unterschiedlich zu behandeln, also genau jene Selektivität herzustellen, deren Mangel bei der interventionistischen Lösung dazu führt, dass alle Akteure über den gleichen Kamm geschert werden. Zum anderen könnte im Rahmen einer Ordnungspolitik zweiter Ordnung das Problem vermieden werden, die Eigentümer zu etwas anzuhalten, was diese nicht wirklich wollen. Im Unterschied zur Interventionslösung wird folglich nicht der Fehlanreiz ausgesendet, nach Ausweichstrategien zu suchen, mit denen sich die gesetzlichen Vorgaben umgehen lassen. Stattdessen wird ein gesellschaftlich erwünschter Lernprozess eröffnet, der dadurch vorangebracht wird, dass Unternehmen explizit (auch) darum konkurrieren, das effektivste Vergütungssystem zu entwickeln.

Zusammenfassung und Ausblick auf das Verhältnis von Ordnungspolitik und Ordnungsethik

Die Ergebnisse der bisherigen Überlegungen lassen sich in vier Punkten zusammenfassen. Diese sind so formuliert, dass deutlich werden mag, inwiefern hier eine Eucken-Kritik vorliegt, die beanspruchen kann, Euckens ordnungspolitischen Denkansatz konstruktiv fortzuentwickeln. Der sich anschließende Ausblick buchstabiert diesen Anspruch weiter aus.

((1)) Euckens drei Thesen zum Haftungsprinzip sind korrekturbedürftig. Die mikroökonomisch informierten Gegenthesen lauten: (a) Haftungsbeschränkungen können gemeinwohlförderlich sein. Deshalb ist weder die von Eucken favorisierte Vollhaftung der Eigentümer von Kapitalgesellschaften noch die von ihm alternativ vorgesehene Vollhaftung des Managements von Kapitalgesellschaften pauschal als Optimallösung anzusehen. Ganz im Gegenteil: (b) Eine Haftungsbeschränkung der Aktionäre kann die gesellschaftliche Risikoallokation verbessern, und (c) eine Haftungsbeschränkung des Managements – insbesondere in Form von konvexen Vergütungsschemata – kann die Geschäftsführung von Unternehmen dazu veranlassen, mutiger zu investieren und damit Neuerungen hervorzubringen, von denen alle Bürger mittelbar profitieren. Vor diesem Hintergrund muss die ordnungspolitische Aufgabe reformuliert werden. Sie besteht nicht darin, die Haftung zu maximieren, sondern vielmehr darin, die Haftung so zu regulieren, dass wohldosierte Haftungsbeschränkungen dazu beitragen, dass Unternehmen ihre internen Prinzipal-Agent-Probleme zwischen Eigentümern und Managern so in den Griff bekommen können, dass sie sich als innovative Wertschöpfungsagenten im gesellschaftlichen Auftrag betätigen und bewähren.³³

³² Für einen elaborierten Vorschlag hierzu vgl. Hart und Zingales (2009) sowie als Überblick Zingales (2010).

³³ Der Gedanke eines sozialen Auftrags oder gesellschaftlichen Mandats für Entrepreneurship findet sich bereits bei Franz Böhm, neben Eucken einem der Klassiker des ordnungspolitischen Denkens. Wörtlich liest man bei Böhm (1971, 1980; S. 203, H.i.O.): „Die Gewerbefreiheit hat ... den Charakter einer sozialen *Auftragszuständigkeit*, die der *Rechtfertigung durch den sozialen Nutzen* bedarf.“ In ähnlicher Weise heißt es bei von Mises (1959, S. 131): „Gewinn und Verlust leiten die Verfügung über die Produktionsmittel in die Hände derjenigen, die sie am zweckmäßigsten im Dienste der Verbraucher zu nützen wissen. Eigentum an Produktionsmitteln ist in der Marktwirtschaft gewissermaßen ein gesellschaftliches Mandat, das dem Mandatar entzogen wird, wenn er den jeweiligen Weisungen seiner Auftraggeber, der Verbraucher, nicht nachkommt.“ In der neueren angelsächsischen Literatur wird dieser Gedanke z. B. prominent vertreten von Porter und Kramer (2011).

((2)) Haftungsbeschränkungen sind nicht in jedem Fall funktional. Zwar können sie dazu beitragen, dass sich risikoaverse Akteure mutiger verhalten. Aber man kann diese Anreizwirkung auch übertreiben. Exzessive Haftungsbeschränkungen kommen einer Einladung gleich, sich unverantwortlich zu verhalten: Wird ein Akteur zu stark von den Nachteilen entlastet, die sein Verhalten hervorruft, dann kommt es zu Verzerrungen des individuellen Vorteils-Nachteils-Kalküls, die so extrem sein können, dass sie den einzelnen um bestimmter Vorteile willen buchstäblich jeden Nachteil in Kauf nehmen lassen. Von exzessiven Haftungsbeschränkungen geht somit der Fehlanreiz aus, von einem gemeinwohlförderlichen Verhalten auf ein gemeinwohlschädliches Verhalten umzuschalten.

Exzessive Haftungsbeschränkungen sind nicht die alleinige Ursache für die Finanzkrise der Jahre 2008 ff. Aber sie sind ein wichtiger Faktor, mit dessen Hilfe sich erklären lässt, wie es dazu kommen konnte, dass viele große Banken ihr tatsächliches Verhalten von Wertschöpfung auf Wertvernichtung umgestellt haben. (Übrigens sind exzessive Haftungsbeschränkungen auch dafür verantwortlich, dass in den USA zahlreiche Menschen Häuser gekauft haben, die sich dies eigentlich gar nicht leisten konnten; oder dafür, dass Ratingagenturen falsche Noten vergeben haben; oder dafür, dass Politiker Landesbanken dazu anhalten, an einem wenig lukrativen Geschäftsmodell festzuhalten und dennoch hohe Renditen abzuliefern.)

Angesichts exzessiver Haftungsbeschränkungen wäre es nicht realistisch, wollte man erwarten, dass sich die mit massiven Fehlanreizen unter Wettbewerbsdruck versetzten Akteure um des Gemeinwohls willen über ihr situativ wahrgenommenes Eigeninteresse hinwegsetzen (können). In dieser Hinsicht ist Euckens Votum für eine gemeinwohlorientierte Ordnungspolitik unverändert aktuell: Erfolgsversprechend ist nur eine Politik, die mittels institutioneller Reformen darauf setzt, nicht die *Handlungsgesinnungen*, sondern stattdessen die *Handlungsbedingungen* der Akteure neu zu programmieren.

((3)) Will man die Handlungsbedingungen von Managern verändern, so kann man dies im Wege eines interventionistischen Eingriffs versuchen oder aber im Wege einer Ordnungspolitik zweiter Ordnung. Wählt man die Eingriffsoption, so interveniert man in die Vertragsgestaltung von Vergütungssystemen, mittels deren die Eigentümer von Kapitalgesellschaften versuchen, das Management zu einer verantwortungsvollen Handhabung delegierter Entscheidungsbefugnisse zu veranlassen. Hier sind Probleme zu lösen, die in der zu Euckens Lebzeiten noch nicht entwickelten Prinzipal-Agent-Literatur identifiziert und analysiert worden sind. Diese Probleme sind diffizil und so beschaffen, dass eine Intervention wenig Aussicht auf Erfolg hat. Leistungsfähig(er) jedoch ist eine Ordnungspolitik zweiter Ordnung. Sie verändert die Anreize der Eigentümer, um diese daraufhin zu veranlassen, mit dem Management solche Anreizverträge abzuschließen, die gemeinwohlförderlich sind. Diese Idee einer Ordnungspolitik zweiter Ordnung steht in voller Kontinuität zum ordnungspolitischen Denkansatz Walter Euckens. Sie trägt dem Umstand Rechnung, dass Organisationen zu wichtigen Akteuren des marktwirtschaftlichen Systems avanciert sind und dass diese Organisationen nicht nur *Regelnehmer* – also Objekte einer Ordnungspolitik *erster* Ordnung – sind, sondern ihrerseits (vor allem organisationsintern) als *Regelgeber* auftreten und in dieser genuin wirtschaftlichen Funktion durch eine Ordnungspolitik *zweiter* Ordnung beeinflusst werden können, die Anreize setzt zur Anreizsetzung in und durch Organisationen.

((4)) Für die Gemeinwohlorientierung eines marktwirtschaftlichen Systems ist es von entscheidender Bedeutung, inwiefern es gelingt, Unternehmen zu innovativen Wertschöpfungsagenten im gesellschaftlichen Auftrag zu machen. Da eine innovative Geschäftsfüh-

nung sehr viel riskanter ist als das repetitive Abspulen routinisierte Investitionsprogramme, hängt vieles davon ab, inwiefern es gelingt, auch jene durchgängig risikoscheuen Menschen, die nicht selbstständige Unternehmer sind, sondern in Organisationen wirtschaftliche Verantwortung übernehmen, zur Leistung und zu mutigen Entscheidungen zu veranlassen, die sich in gesellschaftlich erwünschten Innovationen technologischer sowie organisatorischer Art niederschlagen. Diese im Detail durchaus diffizile Prinzipal-Agenten-Problematik – und vor allem: die ordnungspolitische Option, diese Problematik durch ein System differenzierter und aufeinander abgestimmter Haftungsbeschränkungen *von* und *in* Organisationen zu entschärfen – hatte Eucken nicht vor Augen. Aber man darf sicher sein: Wäre ihm die Analyse der Anreizwirkungen fixer, linearer und konvexer Vergütungsschemata für Manager bekannt gewesen, so hätte er die mit konvexen Vergütungsformen verbundenen Haftungsbeschränkungen aufgrund ihrer Systemwirkungen als marktwirtschaftskonform eingestuft und als prinzipiell gemeinwohlförderlich begrüßt.

((5)) Abschließend soll – als Ausblick – noch ein fünfter Punkt thematisiert werden, der das Verhältnis von *Ordnungspolitik* und *Ordnungsethik* ins Visier nimmt.

Die Überlegungen hierzu können mit dem Hinweis einsetzen, dass Eucken einen für die typischen Diskussionslagen in der demokratischen Öffentlichkeit bis heute durchaus *repräsentativen* Fehler gemacht hat, als er bei seiner Bestimmung der Vollhaftung als konstituierendes Prinzip der Marktwirtschaft von einer – nicht generell falschen, aber doch stark differenzierungsbedürftigen – *Intuition* ausging. Euckens Intuition besagte, dass Haftung und Verantwortung zusammengehören. Differenzierungsbedürftig ist diese Intuition, sofern sie übersieht, dass eine *Haftungsbeschränkung* verantwortungsvolles Verhalten nicht generell unmöglich machen muss. Bedenklich – und mithin korrekturbedürftig – ist diese Intuition, weil sie in ihrer undifferenzierten Variante einem Vor-Urteil gleichkommt, das zu konsekutiven Fehl-Urteilen anleitet.

Ähnlich verhält es sich im öffentlichen Diskurs mit der Kategorie der Gerechtigkeit, insbesondere der Leistungsgerechtigkeit. Wie alle moralischen Intuitionen enthält auch sie einen wahren Kern. Die Gerechtigkeitsnorm – einschließlich ihrer diversen Ausprägungen als Verfahrens- und Ergebnissgerechtigkeit – ist ein im alltäglichen Zusammenleben absolut unverzichtbarer Maßstab. Aber gerade deshalb ist es von eminenter Bedeutung, wenn führende Gerechtigkeitstheoretiker darauf hinweisen, dass das Gerechtigkeitsdenken mitsamt seiner Fairness-Intuitionen auch intellektuelle Fallstricke bereithält. So liest man beispielsweise bei John Rawls, der ganz in Euckenscher Manier zwischen den Spielzügen des Alltags und einer institutionellen Grundstruktur unterscheidet, also einem Rahmen von Spielregeln, innerhalb dessen die alltäglichen Spielzüge ablaufen: „Die Art und Weise, wie wir über Fairness im Alltag denken, ist eine schlechte Vorbereitung für den großen Perspektivenwechsel, der erforderlich ist, wenn die Gerechtigkeit der Grundstruktur selbst betrachtet werden soll.“³⁴ Im Klartext heißt das: Intuitionen können irreführend sein. Und für moralische Intuitionen gilt dies sogar ganz besonders.

³⁴ Rawls (1980, 1992; S. 129). In ähnlicher Weise liest man bei von Hayek (1976, 1981; S. 93) die auf eine paradoxe Formulierung zugespitzte Warnung, bestimmte Formen sozialer Gerechtigkeit seien in Wirklichkeit „augenscheinlich ungerecht“. Vorweggenommen wird dies Argument bei Eucken (1952, 1990; S. 349). Er setzt sich mit der insbesondere von Ethikern wie beispielsweise Emil Brunner vertretenen Auffassung auseinander, ein die 5%-Marke übersteigender Zinssatz „sei ungerecht und moralisch verwerflich“. Nach einem Hinweis auf die unliebsamen Folgen einer entsprechenden Festschreibung des zulässigen Höchstzinssatzes fährt Eucken fort: „Die ethische Reflexion und Forderung hat also wirtschaftspolitische Maßnahmen gefördert, die sich ungerecht auswirken. Wo liegt der Fehler solcher Ethiker? Sie sehen nicht, dass der Zins eine Funktion in dem wirtschaftlichen Gesamtprozess hat und dass

Wie irreführend moralische Intuitionen sein können, möge folgendes Beispiel verdeutlichen: Würde man ein Fußballspiel mit der gleichen ‚Unbefangenheit‘ – vulgo: ohne Sachkenntnis – beurteilen, die im öffentlichen Diskurs wirtschaftlichen Sachverhalten gegenüber regelmäßig an den Tag gelegt wird, so ließe sich auch die institutionalisierte Arbeitsteilung zwischen dem Torwart und dem Rest der Mannschaft als (leistungs-)ungerecht kritisieren, weil ersterer während des gesamten Spiels zumeist nur rumsteht, während sich die anderen die Seele aus dem Leib rennen, und weil es den Feldspielern sanktionsbewehrt untersagt ist, bei der Traktierung des Balls ihre Hände zu benutzen, während genau dies dem Torwart erlaubt ist und ihm hierfür sogar das Privileg zuteil wird, Handschuhe tragen zu dürfen.

Wie groß das Potential dieser intuitiv angeleiteten Diagnose ist, statt orientierend einfach nur des-orientierend zu wirken, mag man daran ersehen, wie eine entsprechende Therapie beschaffen sein würde: Wollte man die Regeln des Fußballspiels so reformieren, dass den Intuitionen der Leistungsgerechtigkeit Genüge getan wird – z.B. durch einen Abbau der eklatanten Ungleichbehandlung innerhalb eines Fußball-Teams –, so käme dabei mit Sicherheit ein völlig anderes Ballspiel heraus, das die Erwartungen des Publikums wohl nur enttäuschen könnte. Das Spiel würde nicht verbessert, sondern allenfalls verschlimmbessert. Es würde in seiner Attraktivität reduziert, zum Nachteil aller Beteiligten (Spieler) und Betroffenen (Zuschauer).

Dass Denkkategorien irreführend sein können, war Eucken durchaus nicht unbekannt. Er hielt es sogar für das zentrale Kennzeichen zeitgenössischer Ideologien – also gleichsam für ein Signum der Moderne –, dass sie das Denken irreführen. Hierzu liest man bei ihm: „Große historische Prozesse sind stets von Ideologien begleitet ... Mit diesen Ideologien hat es nun aber eine eigentümliche Bewandnis. *Sie bejahen und befürworten nämlich Bewegungen, die genau das Gegenteil von dem erreichen, was die Ideologen von ihnen erhoffen.*“³⁵

Vor diesem Hintergrund hat Eucken sein ordnungspolitisches Erkenntnisprogramm darauf ausgerichtet, das Denken zur ordnenden Potenz zu erheben.³⁶ Er wollte dem „Anachronismus der Ideen“³⁷ entgegentreten und mit seiner Theoriekonzeption die Wissenschaft in die Lage versetzen, jene intellektuellen Orientierungsleistungen zu erbringen, mit deren Hilfe die Bürger genau jene Ordnung errichten können, die ihren Interessen nachhaltig entspricht.

Dieser ordnungspolitische Impuls lässt sich ordnungsethisch aktualisieren, indem man den Fokus der Theorieperspektive auf Diskrepanzen zwischen Sozialstruktur und Semantik lenkt und dann nicht an den (korrekturbedürftigen) *Intuitionen*, sondern an den moralischen *Intentionen* ansetzt, die sich oft mit Hilfe institutioneller Arrangements verwirklichen lassen, auch wenn diese auf eine Art und Weise funktionieren, die den Intuitionen augenscheinlich widerspricht. Insbesondere die moderne, wettbewerblich verfasste Innovationswirtschaft funktioniert in vielfacher Hinsicht *kontra-intuitiv*.

Dass die Theorie der Ordnungspolitik sich folglich nicht nur mit einer *sozialstrukturellen* Analyse institutioneller Arrangements und ihrer Anreizwirkungen zu beschäftigen hat,

jede wirtschaftliche Einzelentscheidung in diesem Gesamtprozess gesehen werden muss, wenn nicht ein punktueller Eingriff zu ungewollten Folgen führen soll. Die Interdependenz aller wirtschaftlichen Erscheinungen wird verkannt und damit das wirtschaftspolitische Ordnungsproblem. Am einzelnen Punkt – z.B. beim Zins – kann die Gerechtigkeit nicht realisiert werden, sondern nur in Herstellung von Ordnungsformen, die eine gerechte Lenkung des Gesamtprozesses ermöglichen.“

³⁵ Eucken (1932; S. 318 f., H.i.O.):

³⁶ Vgl. Eucken (1952, 1990; S. 338-340, S. 345 f. et passim).

³⁷ Eucken (1952, 1990, S. 330).

sondern auch mit einer *semantischen* Analyse der die öffentliche Diskussion dominierenden Begriffe und der ihnen zugrunde liegenden Denkkategorien – und hier insbesondere mit dem Umstand, dass die (oft vormoderne) Semantik nicht immer auf die Funktionsprobleme der (modernen) Sozialstruktur referentialisiert ist –, das alles ist bei Eucken selbst durchaus angelegt, auch wenn dies in der einschlägigen Sekundärliteratur bislang zumeist übersehen worden ist.³⁸

In diesem Zusammenhang mag der Hinweis von Interesse sein, dass Eucken sich durchaus der Tatsache bewusst war, dass die von ihm – als „Programm der Freiheit“³⁹ – favorisierte Wettbewerbsordnung in der Bevölkerung auf moralische Vorbehalte stößt. Allerdings war er der Meinung, dass sich diese Vorbehalte ausräumen lassen, sobald erkannt wird, dass sich mit der Wettbewerbsordnung die Option eröffnet, die „ökonomische Sachgesetzlichkeit“⁴⁰ für „ein soziales und ethisches Ordnungswollen“⁴¹ in Dienst zu nehmen. In dieser Verbindung von Anreizen (als Mittel) und Moral (als Ziel) sah er einen besonderen Vorzug der Wettbewerbsordnung. Hierzu liest man: „Denn ein sozial-ethisches Wollen ohne Verbindung mit der ökonomischen Sachlogik ist ebenso ohnmächtig, wie andererseits die wirtschaftliche Sachlogik nicht zur Auswirkung kommt, wenn nicht ein soziales Ordnungswollen die Gestaltung der Formen beeinflusst.“⁴²

Eucken war darauf bedacht, seine Theoriekonzeption darauf auszurichten, den öffentlichen Diskurs durch Argumente zu bereichern, die einen Weg aufzeigen, wie – nicht moralische *Intuitionen*, wohl aber – moralische *Intentionen* auch unter den Bedingungen einer wettbewerblich verfassten Marktwirtschaft – und stärker noch: entgegen dem oberflächlichen Eindruck sogar *durch* diese Bedingungen – zur Geltung kommen können. Ihm kam es darauf an, moralische Anliegen nicht zurückzuweisen, sondern sie verwirklichen zu helfen, und zwar mit Hilfe eines Ebenenwechsels von den Spielzügen zu den Spielregeln. Insofern lässt sich Eucken implizit die ordnungsethische These zuschreiben, dass in Wettbewerbskontexten die institutionellen Rahmenbedingungen zum systematischen Ort der Moral avancieren. Explizit liest man bei ihm hierzu: „Man sagt sehr oft und mit Recht, die Lösung der sozialen Fragen sei eine Frage der sozialen Moral; die Gesinnung der Menschen zueinander sei entscheidend ... das alles ist richtig. Aber es genügt nicht, dies nur einfach zu sagen und darüber das Ordnungsproblem zu vernachlässigen. Es kommt vielmehr darauf an, dass sich diese Gesinnung auch in der Gestaltung der Ordnung äußert.“⁴³

Vor diesem Hintergrund lässt sich – keineswegs *gegen* Eucken, sondern weitestgehend *mit* Eucken – folgendes Fazit ziehen: Ordnungspolitik ist auf Ordnungsethik konstitutiv angewiesen. Die sozialstrukturelle Selbst-Steuerung der Gesellschaft setzt eine semantische Selbst-Aufklärung zwingend voraus, um jene diskursiven Denkblockaden aufzulösen, von

³⁸ Vgl. hierzu ausführlich Pies (2001; Kapitel 1, S. 3-92). – Für ein explizit auf Diskrepanzen zwischen Sozialstruktur und Semantik fokussiertes – und in diesem Sinne „ordonomisches“ – Forschungsprogramm für die Wirtschafts- und Unternehmensethik vgl. Pies (2009a) und (2009b). Vgl. ferner Pies, Beckmann und Hielscher (2010) sowie Pies, Hielscher und Beckmann (2009). Mittlerweile gibt es eine beträchtliche Anzahl von Publikationen, die diesen Ansatz weiter ausarbeiten. Vgl. z.B. Beckmann (2010), Braun (2009), Frank (2010), Hielscher (2011), Meyer zu Schwabedissen (2008), Sardison (2009), Voigt (2010) sowie von Winning (2009).

³⁹ Eucken (1952, 1990, S. 370).

⁴⁰ Eucken (1952, 1990; S. 370, im Original hervorgehoben).

⁴¹ Eucken (1952, 1990; S. 370, im Original hervorgehoben).

⁴² Eucken (1952, 1990; S. 370 f.). Bei Karl Homann (2001, 2002; S. 263) liest man in ganz ähnlicher Weise: „Ethik ohne Ökonomik ist leer, Ökonomik ohne Ethik ist blind.“ Vgl. hierzu auch Homann und Pies (2000).

⁴³ Eucken (1952, 1990; S. 323).

denen ansonsten die Tendenz ausgeht, sich als politische Handlungsblockaden dysfunktional bemerkbar zu machen. Eucken selbst hielt die theoretische Korrektur normativer (Selbst-)Missverständnisse für unabdingbar: Aus seiner Sicht „ist es notwendig, dass die Träger der Ordnung auch den Sinn der Ordnung verstehen“⁴⁴.

⁴⁴ Eucken (1952, 1990; S. 370).

Anhang 1

Das folgende numerische Beispiel verdeutlicht, wie eine Haftungsbeschränkung das Eingehen exzessiver Risiken befördern kann. Dafür werden zwei Investitionsalternativen betrachtet, die einem risikoaversen Investor zur Verfügung stehen: die Projekte A und B. Diese Projekte werfen in einem guten bzw. in einem schlechten Umweltzustand unterschiedliche Gewinne ab. Es wird angenommen, dass die Realisierung der beiden Zustände gleich wahrscheinlich ist. Die konkreten Projektauszahlungen bei den unterschiedlichen Umweltzuständen sowie bei unterschiedlichen Haftungsbedingungen sind in der Tabelle in Abbildung 8 abgetragen.

Bei Betrachtung der konkreten Werte zeigt sich, dass Projekt A im Vergleich zu Projekt B einen höheren erwarteten Ertrag bietet und gleichzeitig im Hinblick auf das Risiko eine niedrigere Standardabweichung aufweist. Aus gesellschaftlicher Sicht ist also Projekt A der Alternative B eindeutig vorzuziehen. Welches Projekt realisiert wird, bestimmt jedoch der Investor. Hier kommt es auf die Anreize an, die aus dem jeweiligen Haftungsregime resultieren:

- Bei einem Regime der Vollhaftung partizipiert der Investor in voller Höhe sowohl an den Gewinnen als auch an den Verlusten. Hier wird er sich für Projekt A entscheiden, da ihm dies einen höheren erwarteten Ertrag bei geringerem Risiko einbringt. Das gesellschaftlich erwünschte Projekt wird tatsächlich realisiert.
- Bei beschränkter Haftung jedoch muss der Investor die bei Projekt B möglicherweise anfallenden Verluste nicht selbst tragen. Daher bietet ihm das Projekt B als Erwartungswert eine doppelt so hohe persönliche Auszahlung. Folglich wird sich der Investor in diesem Fall für Projekt B entscheiden – also für das exzessive Risiko. Obwohl eigentlich unverändert risikoavers, agiert der Investor durch die Haftungsbeschränkung in Bezug auf die Projektwahl so, als wäre er risikofreudig. Aus Sicht der Gesellschaft ist seine Entscheidung verheerend. Sie muss erwartete Verluste in Höhe von -200 tragen.

	<u>Projekt A</u>		<u>Projekt B</u>	
	Guter Zustand	Schlechter Zustand	Guter Zustand	Schlechter Zustand
Projektertrag	200	0	400	-400
Erwartungswert des Projektertrags	100		0	
Standardabweichung	100		400	
Vollhaftung:				
Auszahlung des Investors	200	0	400	-400
Erwartungswert der Auszahlung	<u>100</u>		<u>0</u>	
Beschränkte Haftung:				
Auszahlung des Investors	200	0	400	0
Erwartungswert der Auszahlung	<u>100</u>		<u>200</u>	

Abbildung 8: Projektwahl bei unterschiedlichen Haftungsregimes

Anhang 2

Die Standard-Portfoliotheorie beschäftigt sich mit der Frage, wie durch die Aufnahme von Projektalternativen mit *höherem Risiko*, aber auch *höherem Ertrag* ein Investitions-Portfolio optimiert werden kann. Dafür findet die übliche Portfoliomöglichkeitenkurve im Risiko-Ertrags-Diagramm Anwendung. Alternativen, die bei *höherem Risiko* einen *geringeren Ertrag* einbringen, werden dabei nicht betrachtet, da sie bei den üblicherweise angenommenen Risikopräferenzen – d.h. bei Risikoaversion – nicht effizient sind. In der vorliegenden Untersuchung werden jedoch Investoren betrachtet, die aufgrund einer exzessiven Haftungsbeschränkung so agieren, als wären sie risikofreudig. Für sie ist es daher durchaus effizient, Alternativen mit *höherem Risiko* einem *geringeren Ertrag* zu wählen. Die Portfoliomöglichkeitenkurve für diesen Fall unterscheidet sich von der in der Literatur üblichen. Der Verlauf dieser Kurve wird daher im Folgenden hergeleitet. Dafür wird zuerst der allgemeine Fall untersucht. Aus diesen Ergebnissen können dann Schlüsse für die hier interessierende Konstellation gezogen werden.

Es werden zwei Investitionsalternativen (x und y) mit unterschiedlichem Risiko und unterschiedlichem erwartetem Ertrag betrachtet. Die jeweiligen Projektergebnisse sind normalverteilt mit Erwartungswert μ und Standardabweichung σ :

$$\pi_x \square N(\mu_x, \sigma_x)$$

$$\pi_y \square N(\mu_y, \sigma_y)$$

Aus diesen Alternativen kann ein Portfolio gebildet werden. Es wird angenommen, dass von den verfügbaren Ressourcen der Anteil α in Projekt y investiert wird und der Anteil $1-\alpha$ in Projekt x . Die Risiken der beiden Projektalternativen seien nicht miteinander korreliert ($\sigma_{xy}=0$). Ertrag und Risiko dieses Portfolios bestimmen sich dann folgendermaßen:

$$\pi_{portf} \square N(\mu_{portf}, \sigma_{portf})$$

$$\mu_{portf} = (1-\alpha)\mu_x + \alpha\mu_y$$

$$\sigma_{portf} = \sqrt{(1-\alpha)^2\sigma_x^2 + \alpha^2\sigma_y^2}$$

Nun ist zunächst zu klären, welche Form die Möglichkeitenmenge bei unterschiedlichen Ausprägungen der Erträge und Risiken der Alternativen annimmt. Dazu sei zuerst analytisch bestimmt, in welchem Verhältnis Portfolio-Risiko und Portfolio-Ertrag zueinander stehen. Auf diese Weise erhält man eine Formel für die Möglichkeitenlinie⁴⁵:

$$\sigma_{portf}(\mu_{portf}) = \frac{1}{|\mu_y - \mu_x|} \sqrt{(\mu_y - \mu_{portf})^2 \sigma_x^2 + (\mu_{portf} - \mu_x)^2 \sigma_y^2}$$

⁴⁵ Zu beachten ist, dass hier der Zusammenhang zwischen Risiko und erwartetem Ertrag in der Form $\sigma=f(\mu)$ dargestellt wird. Der Grund dafür ist, dass der Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag analytisch eindeutig nur nach σ , jedoch nicht nach μ aufgelöst werden kann. Graphisch lässt sich diese Funktion am Besten in einem Diagramm mit dem Risikomaß σ auf der Ordinate und dem erwartetem Ertrag μ auf der Abszisse darstellen (vgl. Abbildung 9a und 9b). Gegenüber dem üblichen Risiko-Ertrags-Diagramm sind die Achsen bei dieser Darstellung vertauscht. Die Ergebnisse der Analyse im „vertauschten“ Diagramm können dann durch einen erneuten Achsenwechsel auf das Diagramm in der üblichen Form (vgl. Abbildung 10) übertragen werden.

Um die Eigenschaften dieser Funktion genauer zu bestimmen, müssen die erste und die zweite Ableitung gebildet und auf ihre Vorzeichen hin untersucht werden. Damit man bei den sperrigen Termen leichter die Übersicht behält, ist es sinnvoll, zuerst eine Substitution durchzuführen. Der Ausdruck unter der Wurzel wird als Φ bezeichnet:

$$\Phi(\mu_{porf}) = (\mu_y - \mu_{porf})^2 \sigma_x^2 + (\mu_{porf} - \mu_x)^2 \sigma_y^2$$

Die erste Ableitung bestimmt sich dann folgendermaßen:

$$\frac{d\sigma_{porf}}{d\mu_{porf}} = \frac{0,5}{|\mu_y - \mu_x|} [\Phi(\mu_{porf})]^{-0,5} \frac{d\Phi}{d\mu_{porf}}$$

Aus der Analyse dieser Ableitung folgt, dass die Möglichkeitenkurve an der Stelle

$$\mu_{port}^* = \mu_x \frac{\sigma_y^2}{\sigma_x^2 + \sigma_y^2} + \mu_y \frac{\sigma_x^2}{\sigma_x^2 + \sigma_y^2}$$

einen Extrempunkt aufweist – ein Minimum, Maximum oder Sattelpunkt. Um dies genauer zu bestimmen, muss das Vorzeichen der zweiten Ableitung betrachtet werden. Die zweite Ableitung lautet:

$$\frac{d^2\sigma_{porf}}{d\mu_{port}^2} = \frac{1}{|\mu_y - \mu_x|} [\Phi(\mu_{porf})]^{-0,5} \left\{ -0,25 [\Phi(\mu_{porf})]^{-1} \left[\frac{d\Phi}{d\mu_{port}} \right]^2 + 0,5 \frac{d^2\Phi}{d\mu_{port}^2} \right\}$$

Durch Einsetzen der ursprünglichen Werte für Φ und Ausmultiplizieren kann gezeigt werden, dass diese Ableitung immer positiv ist. Somit hat die Möglichkeitenlinie auf dem betrachteten Intervall keine Wendepunkte und ist durchgehend konvex. Der festgestellte Extrempunkt ist daher ein Minimum – das varianzminimale Portfolio.

Bemerkenswert ist, dass dieser Befund für alle Konstellationen gilt, also sowohl für den Fall (a), dass y ein höheres Risiko und einen höheren erwarteten Ertrag als x aufweist, wie auch für den atypischen Fall (b), dass y im Vergleich zu x ein höheres Risiko und einen geringeren erwarteten Ertrag aufweist. Graphisch kann die Möglichkeitenkurve für die zwei Fälle folgendermaßen illustriert werden:

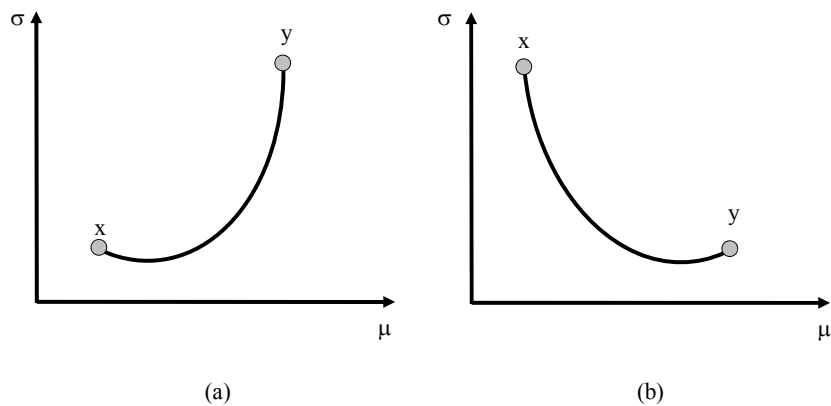


Abbildung 9: Verlauf der Möglichkeitenkurve bei unterschiedlichen Konstellationen

Durch ein Drehen der Diagramme in Abbildung 9a und 9b um 90° gegen den Uhrzeigersinn und ein anschließendes Spiegeln an der μ -Achse lassen sich die Ergebnisse in die übliche Form des Risiko-Ertrags-Diagramms überführen (vgl. Abbildung 10). Graphik 10b zeigt den Fall, dass y ein höheres Risiko und einen geringeren erwarteten Ertrag als x aufweist. Dadurch kann der „atypische“ Verlauf der Möglichkeitenkurve yz in Abbildung 6 nachvollzogen werden.

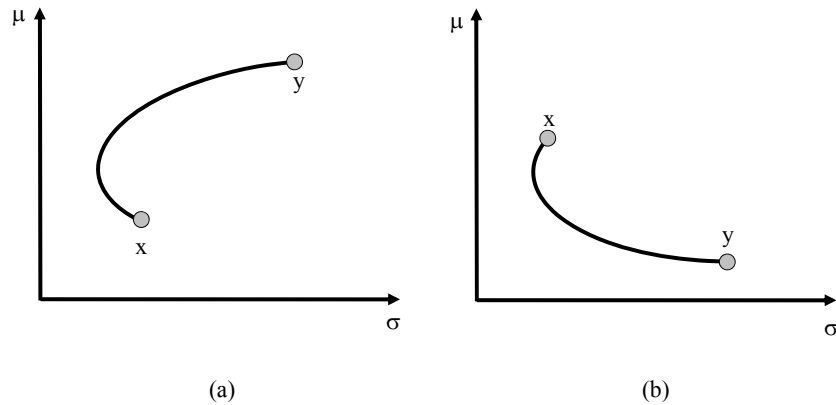


Abbildung 10: Verlauf der Möglichkeitenkurven bei unterschiedlichen Konstellationen im literaturüblichen μ - σ -Diagramm.

Literatur

- Baumol, William J. (1990): Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, in: *Journal of Political Economy* 98(5), S. 893-921.
- Baumol, William J. (2002): *The Free-Market Innovation Machine. Analyzing the Growth Miracle of Capitalism*, Princeton und Oxford.
- Baumol, William J. (2010): *The Microtheory of Innovative Entrepreneurship*, Princeton und Oxford.
- Beckmann, Markus (2010): *Ordnungsverantwortung: Rational Choice als ordonomisches Forschungsprogramm*, Berlin.
- Blumberg, Phillip L. (1986): Limited Liability and Corporate Groups, in: *Journal of Corporation Law* 11, S. 573-631.
- Boatright, John R. (2009a): From Hired Hands to Co-Owners: Compensation, Team Production, and the Role of the CEO, in: *Business Ethics Quarterly* 19(4), S. 471-496.
- Boatright, John R. (2009b): Executive Compensation: Unjust or Just Right? in: George Brenkert und Tom Beauchamp (Hrsg.): *Oxford Handbook of Business Ethics*, S. 161-201.
- Böhm, Franz (1971, 1980): Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft, in: ders.: *Freiheit und Ordnung in der Marktwirtschaft*, hrsg. von Ernst-Joachim Mestmäcker, Baden-Baden, S. 195-209.
- Brander, James A. und Tracy R. Lewis, (1986): Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect, in: *American Economic Review* 76, S. 956-970.
- Braun, Johanna (2009): *Unternehmerische Ordnungsverantwortung. Potenzial und Grenzen einer veränderten Rolle von Unternehmen in der modernen Gesellschaft*, Berlin.
- Carney, William J. (1999): Limited Liability, in: *Encyclopedia of Law & Economics*, im Internet unter <http://encyclo.findlaw.com/5620book.pdf>, abgerufen am 10. Dezember 2010, S. 659-691.
- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel und Lalitha Naveen (2006): Managerial Incentives and Risk-Taking, in: *Journal of Financial Economics* 79(2), S. 431-468.
- Czarnitzki, Dirk und Kornelius Kraft (2000): Haftungsregeln und Innovation, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 220(5), S. 513-526.
- Easterbrook, Frank H. und Daniel R. Fischel (1985): Limited Liability and the Corporation, in: *University of Chicago Law Review* 52, S. 89-117.
- Eucken, Walter (1932): Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus, in: *Weltwirtschaftliches Archiv* 36, S. 297-321.
- Eucken, Walter (1952, 1990): *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, hrsg. von Edith Eucken und K. Paul Hensel, 6. Aufl., Tübingen.
- Frank, Roland (2010): *Normativität als Heuristik internationaler Beziehungen. Ein ökonomischer Ansatz zur Überwindung politischer Dilemmasituationen*, Berlin.
- Guay, Wayne R., Core, John E. und Larcker, David F. (2003): Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey, in: *Economic Policy Review* 9(1), S. 27-50.
- Halpern, Paul J., Michael J. Trebilcock und Stuart M. Turnbull (1980): An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law, in: *University of Toronto Law Journal* 30, S. 117-150.
- Harhoff, Dietmar, Konrad Stahl und Michael Woywode (1998): Legal Form, Growth and Exit of West-German Firms – Empirical Results for Manufacturing, Construction, Trade and Service Industries, in: *Journal of Industrial Economics* 46, S. 453-488.

- Hart, Oliver und Luigi Zingales (2009): A New Capital Regulation for Large Financial Institutions, Working paper, am 6. Januar 2011 im Internet unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1533274###
- Hayek, Friedrich August von (1976, 1981): Recht, Gesetzgebung und Freiheit, Band 2: Die Illusion der sozialen Gerechtigkeit, aus dem Amerikanischen übertragen von Martin Suhr, Landsberg am Lech.
- Hielscher, Stefan (2010): Wie man durch Moral ins „Geschäft“ kommt: Ein ordonomischer Beitrag zum betrieblichen Risikomanagement, in: ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 99(2), S. 155–183.
- Hielscher, Stefan (2011): Kooperation statt Hilfe: Ein ordonomischer Beitrag zur Theorie der Entwicklungspolitik, Berlin.
- Homann, Karl (2001, 2002): Ökonomik: Fortsetzung der Ethik mit anderen Mitteln, in: ders.: Vorteile und Anreize, Tübingen, S. 243-266.
- Homann, Karl und Ingo Pies (2000): Wirtschaftsethik und Ordnungspolitik – Die Rolle wissenschaftlicher Aufklärung, in: Helmut Leipold und Ingo Pies (Hrsg.): Ordnungstheorie und Ordnungspolitik – Konzeptionen und Entwicklungsperspektiven, Stuttgart 2000, S. 329-346.
- Jensen, Michael und William Meckling (1976): Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, in: Journal of Financial Economics 3(4), S. 305–360
- Konrad, Kai A. (1990): Risikoproduktivität und Besteuerung, München.
- Leebron, David W. (1991): Limited Liability, Tort Victims, and Creditors, in: Columbia Law Review 91, S. 1565-1650.
- Lehmann, Michael (1986): Das Privileg der beschränkten Haftung und der Durchgriff im Gesellschafts- und Konzernrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 15(3), S. 345–370.
- Marx, Karl und Friedrich Engels (1848, 1983): Manifest der Kommunistischen Partei. Grundsätze des Kommunismus, mit einem Nachwort von Iring Fetscher, Stuttgart.
- Meyer zu Schwabedissen, Henry (2008): Integrität durch Selbststeuerung. Möglichkeiten unternehmerischer Selbststeuerung in der Korruptionsbekämpfung, Berlin
- Mises, Ludwig von (1959): Markt, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 7, S. 131-136.
- Neumann, John von und Oskar Morgenstern (1944): Theory of Games and Economic Behavior, Princeton
- Phelps, Edmund S. (2006): Macroeconomics for a Modern Economy, Nobelpreisrede, am 10. 12. 2010 im Internet unter: http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2006/phelps_lecture.pdf
- Phelps, Edmund S. (2009): Refounding Capitalism, in: Capitalism and Society 4(3), Artikel 2.
- Pies, Ingo (2001): Eucken und von Hayek im Vergleich. Zur Aktualisierung der ordnungspolitischen Konzeption, Tübingen.
- Pies, Ingo (2008): Wie bekämpft man Korruption? Lektionen der Wirtschafts- und Unternehmensethik für eine ‚Ordnungspolitik zweiter Ordnung‘, Berlin.
- Pies, Ingo (2009a): Moral als Heuristik. Ordonomische Schriften zur Wirtschaftsethik, Berlin.
- Pies, Ingo (2009b): Moral als Produktionsfaktor. Ordonomische Schriften zur Unternehmensethik, Berlin.
- Pies, Ingo (2010): Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Beitrag von William Baumol, Diskussionspapier Nr. 2010-7 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Halle.
- Pies, Ingo, Markus Beckmann und Stefan Hielscher (2010): Social Value Creation, Management Competencies, and Global Corporate Citizenship—An Ordonomic Approach To Business Ethics In The Age Of Globalization, in: Journal of Business Ethics 94(2), S. 265-278.

- Pies, Ingo und Stefan Hielscher (2010): Wirtschaftliches Wachstum durch politische Konstitutionalisierung: Ein ordonomischer Beitrag zur „conceptual history“ der modernen Gesellschaft, Diskussionspapier Nr. 2010-6 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Halle.
- Pies, Ingo, Stefan Hielscher und Markus Beckmann (2009): Moral Commitments and the Societal Role of Business: An Ordonomic Approach to Corporate Citizenship, in: *Business Ethics Quarterly* 19(3), S. 375–401.
- Pies, Ingo und Peter Sass (2010): Verdienen Manager, was sie verdienen? – Eine wirtschaftsethische Stellungnahme, in: *Jahrbuch für Recht und Ethik*, hrsg. von B. Sharon Byrd, Joachim Hruschka und Jan C. Joerden, Band 18, S. 205-238.
- Porter, Michael E. und Mark R. Kramer (2011): Creating Shared Value, in: *Harvard Business Review*, im Druck.
- Rawls, John (1980, 1992): Kantianischer Konstruktivismus in der Moraltheorie, in: Ders.: *Die Idee des politischen Liberalismus. Aufsätze 1978-1989*, hrsg. von Wilfried Hinsch, Frankfurt a.M., S. 80-158.
- Sardison, Markus (2009): *Global Governance: Vom Machtkampf zum Lernprozess. Konzeptionelle Überlegungen aus der Perspektive einer ökonomischen Ethik*, Berlin.
- Sinn, Hans-Werner (1986): Risiko als Produktionsfaktor, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 201, S. 557-571
- Sinn, Hans-Werner (2009): *Kasino-Kapitalismus*, 2. Auflage, Berlin.
- Smith, Clifford und Rene Stulz (1985): The Determinants of Firm's Hedging Policies, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, S. 391-405.
- Thanassoulis, John (2009): Now Is the Right Time to Regulate Bankers' Pay, in: *The Economists' Voice* 6(5), Article 2.
- Tobin, James (1958): Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, in: *The Review of Economic Studies* 25(2), S. 65-86
- Voigt, Cora (2010): *Zur Demokratie. Eine ökonomische Theorie des autokratischen Wandels*, Berlin.
- von Winning, Alexandra (2009): *Anreizkompatibles CSR-Management. Die Perspektive einer ordonomischen Organisationstheorie*, Berlin.
- Zingales, Luigi (2010): A Market-Based Regulatory Policy to Avoid Financial Crises, in: *Cato Journal* 30(3), S. 535-540.

*Diskussionspapiere*⁴⁶

- Nr. 2011-2 **Ingo Pies, Peter Sass**
Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? – Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen
- Nr. 2011-1 **Ingo Pies**
Karl Homanns Programm einer ökonomischen Ethik – „A View From Inside“ in zehn Thesen
- Nr. 2010-8 **Ingo Pies**
Moderne Ethik – Ethik der Moderne: Fünf Thesen aus ordonomischer Sicht
- Nr. 2010-7 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Beitrag von William Baumol
- Nr. 2010-6 **Ingo Pies, Stefan Hielscher**
Wirtschaftliches Wachstum durch politische Konstitutionalisierung: Ein ordonomischer Beitrag zur „conceptual history“ der modernen Gesellschaft
- Nr. 2010-5 **Ingo Pies**
Das moralische Anliegen einer nachhaltigen Klimapolitik: Fünf Thesen aus Sicht einer ordonomischen Wirtschaftsethik
- Nr. 2010-4 **Ingo Pies, Peter Sass**
Verdienen Manager, was sie verdienen? – Eine wirtschaftsethische Stellungnahme
- Nr. 2010-3 **Ingo Pies**
Die Banalität des Guten: Lektionen der Wirtschaftsethik
- Nr. 2010-2 **Walter Reese-Schäfer**
Von den Diagnosen der Moderne zu deren Überbietung: Die Postsäkularisierungsthese von Jürgen Habermas und der gemäßigte Postmodernismus bei Niklas Luhmann
- Nr. 2010-1 **Ingo Pies**
Diagnosen der Moderne: Weber, Habermas, Hayek und Luhmann im Vergleich
- Nr. 2009-19 **Ingo Pies, Markus Beckmann**
Whistle-Blowing heißt nicht: „verpfeifen“ – Ordonomische Überlegungen zur Korruptionsprävention durch und in Unternehmen
- Nr. 2009-18 **Ingo Pies**
Gier und Größenwahn? – Zur Wirtschaftsethik der Wirtschaftskrise
- Nr. 2009-17 **Christof Wockenfuß**
Demokratie durch Entwicklungskonkurrenz
- Nr. 2009-16 **Markus Beckmann**
Rationale Irrationalität oder “Warum lehnen die Intellektuellen den Kapitalismus ab?” – Mises und Nozick als Impulsgeber für die ordonomische Rational-choice-Analyse von Sozialstruktur und Semantik
- Nr. 2009-15 **Markus Beckmann**
The Social Case as a Business Case: Making Sense of Social Entrepreneurship from an Ordonomic Perspective
- Nr. 2009-14 **Stefan Hielscher**
Morality as a Factor of Production: Moral Commitments as Strategic Risk Management

⁴⁶ Als kostenloser Download unter <http://ethik.wiwi.uni-halle.de/forschung>. Hier finden sich auch die Diskussionspapiere der Jahrgänge 2003-2007.

- Nr. 2009-13 **Ingo Pies, Markus Beckmann, Stefan Hielscher**
Competitive Markets, Corporate Firms, and New Governance—An Ordonomic Conceptualization
- Nr. 2009-12 **Stefan Hielscher**
Zum Argumentationsmodus von Wissenschaft in der Gesellschaft: Ludwig von Mises und der Liberalismus
- Nr. 2009-11 **Ingo Pies**
Die Entwicklung der Unternehmensethik – Retrospektive und prospektive Betrachtungen aus Sicht der Ordonomik
- Nr. 2009-10 **Ingo Pies**
Ludwig von Mises als Theoretiker des Liberalismus
- Nr. 2009-9 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Ansatz von Ludwig von Mises
- Nr. 2009-8 **Markus Beckmann**
Diagnosen der Moderne: North, Luhmann und mögliche Folgerungen für das Rational-Choice-Forschungsprogramm
- Nr. 2009-7 **Ingo Pies**
Das ordonomische Forschungsprogramm
- Nr. 2009-6 **Ingo Pies, Markus Beckmann, Stefan Hielscher**
Sozialstruktur und Semantik – Ordonomik als Forschungsprogramm in der modernen (Welt-)Gesellschaft
- Nr. 2009-5 **Ingo Pies**
Hayeks Diagnose der Moderne – Lessons (to be) learnt für das ordonomische Forschungsprogramm
- Nr. 2009-4 **Ingo Pies**
Wirtschaftsethik für die Schule
- Nr. 2009-3 **Stefan Hielscher**
Moral als Produktionsfaktor: ein unternehmerischer Beitrag zum strategischen Risikomanagement am Beispiel des Kruppschen Wohlfahrtsprogramms
- Nr. 2009-2 **Ingo Pies**
Wirtschaftspolitik, soziale Sicherung und ökonomische Ethik: drei ordonomische Kurzartikel und zwei Grundlagenreflexionen
- Nr. 2009-1 **Ingo Pies**
Wirtschafts- und Unternehmensethik in Halle – ein Interview und zwei Anhänge
- Nr. 2008-11 **Ingo Pies und Stefan Hielscher**
Der systematische Ort der Zivilgesellschaft – Welche Rolle weist eine ökonomische Theorie der Moral zivilgesellschaftlichen Organisationen in der modernen Gesellschaft zu?
- Nr. 2008-10 **Ingo Pies und Stefan Hielscher**
The Role of Corporate Citizens in Fighting Poverty: An Ordonomic Approach to Global Justice
- Nr. 2008-9 **Ingo Pies**
Korruptionsprävention: Wie aktiviert man die Selbstheilungskräfte des Marktes?
- Nr. 2008-8 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Ansatz von Douglass North
- Nr. 2008-7 **Ingo Pies**
Mathematik und Ordnungspolitik sind kein Widerspruch –
Aber die universitäre Zukunft der Ordnungspolitik ist selbst ein gravierendes Ordnungsproblem

- Nr. 2008-6 **Stefan Hielscher**
Die Sachs-Easterly-Kontroverse: „Dissent on Development“ Revisited
- Nr. 2008-5 **Stefan Hielscher, Markus Beckmann**
Social Entrepreneurship und Ordnungspolitik:
Zur Rolle gesellschaftlicher Change Agents am Beispiel des Kruppschen Wohlfahrts-
programms
- Nr. 2008-4 **Ingo Pies, Stefan Hielscher, Markus Beckmann**
Corporate Citizenship as Stakeholder Management:
An Ordonomic Approach to Business Ethics
- Nr. 2008-3 **Ingo Pies, Christof Wockenfuß**
Armutsbekämpfung versus Demokratieförderung: Wie lässt sich der entwicklungs-
politische Trade-Off überwinden?
- Nr. 2008-2 **Ingo Pies**
Markt und Organisation: Programmatische Überlegungen zur Wirtschafts- und Unter-
nehmensethik
- Nr. 2008-1 **Ingo Pies**
Unternehmensethik für die Marktwirtschaft:
Moral als Produktionsfaktor

Wirtschaftsethik-Studien⁴⁷

- Nr. 2010-1 **Ingo Pies, Alexandra von Winning, Markus Sardison, Katrin Girlich**
Sustainability in the Petroleum Industry: Theory and Practice of Voluntary Self-
Commitments
- Nr. 2009-1 **Ingo Pies, Alexandra von Winning, Markus Sardison, Katrin Girlich**
Nachhaltigkeit in der Mineralölindustrie: Theorie und Praxis freiwilliger Selbst-
verpflichtungen
- Nr. 2007-1 **Markus Beckmann**
Corporate Social Responsibility und Corporate Citizenship
- Nr. 2005-3 **Ingo Pies, Peter Sass, Roland Frank**
Anforderungen an eine Politik der Nachhaltigkeit – eine wirtschaftsethische Studie zur
europäischen Abfallpolitik
- Nr. 2005-2 **Ingo Pies, Peter Sass, Henry Meyer zu Schwabedissen**
Prävention von Wirtschaftskriminalität: Zur Theorie und Praxis der Korruptionsbe-
kämpfung
- Nr. 2005-1 **Valerie Schuster**
Corporate Citizenship und die UN Millennium Development Goals:
Ein unternehmerischer Lernprozess am Beispiel Brasiliens
- Nr. 2004-1 **Johanna Brinkmann**
Corporate Citizenship und Public-Private Partnerships: Zum Potential der Kooperation
zwischen Privatwirtschaft, Entwicklungszusammenarbeit und Zivilgesellschaft

⁴⁷ Als kostenloser Download unter <http://ethik.wiwi.uni-halle.de/forschung>.