

Lehmann, Erik E.

**Working Paper**

## Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance

UO Working Paper Series, No. 01-13

**Provided in Cooperation with:**

University of Augsburg, Chair of Management and Organization

*Suggested Citation:* Lehmann, Erik E. (2013) : Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance, UO Working Paper Series, No. 01-13, University of Augsburg, Chair of Management and Organization, Augsburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/68456>

**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.*

2013

Erik E. Lehmann

## Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance

Dem Phänomen „Corporate Governance“ nähern sich Juristen und Ökonomen bisher weitgehend aus einem diametralen Blickwinkel heraus. Betrachten wir die zwei Enden des Intervalls von Austauschprozessen, so erfolgt(e) der Blickwinkel der Ökonomen weitgehend aus Richtung des Marktes, während Rechtswissenschaftler das andere Extrem, die „Hierarchie“ wählen. Dieser Beitrag hebt die Problematik der Bindungswirkung von Standards im Bereich der „Corporate Governance“ hervor. Er nimmt Bezug auf den Beitrag von *Windbichler*, deren Ausführungen im Spannungsfeld zwischen dem Wunsch nach einer größeren Verbindlichkeit von Soft Law einerseits und andererseits der Gefahr einer übermäßig legitimierten Bindungswirkung liegen. Sie greift diese Problematik auf, indem sie exemplarisch Varianten von Standards und deren Bindungswirkung aufzeigt. Hierzu werden Beispiele von soft law aus der Bilanzierung, der Managementvergütung, der Sarbanes-Oxley-Act (SOX) sowie einzelner Regelwerke, wie der UN Global Compact oder den Dow Jones Sustainability Indexes herangezogen. Die Setzung von Standards, ungeachtet der Vor- und Nachteile hinsichtlich ihrer Bindungswirkung, fördert den Diskurs über taugliche Steuerungsmechanismen und eröffnet einen aufschlussreichen Wettbewerb. In diesem vorliegenden Beitrag werden die vorgebrachten juristischen Argumente aus dem Blickwinkel eines Wirtschaftswissenschaftlers heraus beleuchtet.

- work in progress -

### UO-Working-Paper Series 01-13

Version , January 14<sup>th</sup> 2013

#### Corresponding Author:

Dr. Marcel Hülsbeck  
Chair of Management and Organization  
University of Augsburg  
Universitätsstr. 16  
D-86159 Augsburg, Germany

Fon: +49 (0) 821 598 4162  
Fax: +49 (0) 821 598 144162

marcel.huelsbeck@wiwi.uni-augsburg.de



Unternehmensführung  
und  
Organisation  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre  
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Universität Augsburg

UNA  
Universität  
Augsburg  
University



## Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance

Überarbeitete Version von:

*Lehmann, Erik (2009): Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance. Anmerkung zu einem Beitrag von Christine Windbichler aus einer wirtschaftswissenschaftlichen Perspektive, in: Möllers (Hrsg.): Möllers, T.M.J. (Hrsg.): Geltung und Faktizität von Standards, Baden-Baden: Nomos, S. 37-61.*

Erik E. Lehmann\*

### *Abstract*

In ihrem Beitrag greift *Christine Windbichler*<sup>1</sup> die Problematik der Bindungswirkung von Standards im Bereich der „Corporate Governance“ auf. Ihre Ausführungen liegen im Spannungsfeld zwischen dem Wunsch nach einer größeren Verbindlichkeit von Soft Law einerseits und andererseits der Gefahr einer übermäßig legitimierten Bindungswirkung. Sie greift diese Problematik auf, indem sie exemplarisch Varianten von Standards und deren Bindungswirkung aufzeigt. Hierzu werden Beispiele von *soft law* aus der Bilanzierung, der Managementvergütung, der Sarbanes-Oxley-Act (SOX) sowie einzelner Regelwerke, wie der UN Global Compact oder den Dow Jones Sustainability Indexes herangezogen. Diese vergleicht *Christine Windbichler* nach ihrer Funktionsweise, ihren Quellen und Wirkungsmechanismen und zieht Schlussfolgerungen hinsichtlich der Eignung und Tauglichkeit im Rahmen der Corporate Governance. Im Ergebnis fördert die Verfasserin eine stärkere Berücksichtigung von Sitten, Gebräuchen und soft law in der rechtswissenschaftlichen Forschung. Die Setzung von Standards, ungeachtet der Vor- und Nachteile hinsichtlich ihrer Bindungswirkung, fördere den Diskurs über taugliche Steuerungsmechanismen und eröffne einen aufschlussreichen Wettbewerb, so *Windbichler*. So fordert sie einerseits eine stärkere Etablierung von Governance-Strukturen für ein internes System der Dokumentation und Kontrolle der Rechnungslegung, zumindest in Konzernen, und kontastiert andererseits, dass Publizität eben nur ein Mittel zum Zweck und kein Heilmittel an sich sei.

In diesem Beitrag versuche ich, die von *Christine Windbichler* hervorgebrachten Argumente aus dem Blickwinkel eines Wirtschaftswissenschaftlers heraus zu beleuchten. Die Forderung – und Folgerung – der Verfasserin, die Rechtswissenschaft stärker als Sozialwissenschaft zu interpretieren und auch hinsichtlich ihres methodischen Instrumentariums zu öffnen, soll dabei aufgegriffen werden.

---

\* Prof. Dr. Erik E. Lehman, Universität Augsburg, Lehrstuhl für Unternehmensführung und Organisation. Für kritische Kommentare danke ich den Teilnehmern der Tagung „Geltung und Faktizität von Standards“, an der Universität Augsburg, Februar 2009, Christine Windbichler, Michael Kort und Thomas M. J. Möllers.

<sup>1</sup> *Windbichler*, Bindungswirkung von Standards, in: Möllers (Hrsg.) Geltung und Faktizität von Standards, 2009, S. 19-35..

Dem Phänomen „Corporate Governance“ nähern sich Juristen und Ökonomen bisher weitgehend aus einem diametralen Blickwinkel heraus. Betrachten wir die zwei Enden des Intervalls von Austauschprozessen, so erfolgt(e) der Blickwinkel der Ökonomen weitgehend aus Richtung des *Marktes*, während Rechtswissenschaftler das andere Extrem, die „*Hierarchie*“ wählen.<sup>2</sup> Liegen *vollkommene Märkte* vor, so bedarf es keiner gesonderten Kontrolle von Managern: Jede Handlung eines Managers, die nicht darauf ausgerichtet ist, den Gewinn zu maximieren, würde das Unternehmen (sofort) vom Markt verdrängen – und ihn damit seiner Existenzgrundlage berauben. Andererseits greift der Markt nicht in die unternehmerische Handlungsfreiheit ein: Der Manager kann seine Entscheidungen frei wählen. Im anderen Extrempunkt, der (absoluten) *Hierarchie* durch ein Kontrollorgan, wird dem Manager sein Entscheidungsspielraum vorweggenommen. Der Entscheidungsspielraum des Managers ist durch Gesetze, Vorgaben und Richtlinien klar begrenzt. Auch hier liegt kein diskretionärer Handlungsspielraum des Managers vor, den dieser eigennützig ausnutzen kann – er ist an Pläne und Programme gebunden. Märkte existieren in diesem Extrem nicht.

Beide Forschungsrichtungen eint der Forschungsgegenstand, Corporate Governance, bzw. was darunter verstanden werden soll. Aus juristischer Sicht spricht man vielfach von der „Guten Unternehmensführung“ und dem optimalen Verhältnis von Regeln und Standards<sup>3</sup>. Ökonomen verstehen darunter ganz allgemein ein Set von Mechanismen, das den Investoren eine „hinreichende“ Verzinsung ihres investierten Kapitals sichert<sup>4</sup> und sowohl marktliche als auch hierarchische Mechanismen beinhaltet.

Beide Ansatzpunkte haben in der letzten Zeit eine Veränderung dahingehend erfahren, dass sie sich in ihrem Ansatz aufeinander zu bewegen: Ökonomen beschäftigen sich mehr mit den hierarchischen Aspekten der Corporate Governance und Juristen ziehen zunehmend marktliche Aspekte in Betracht. Der Beitrag von *Christine Windbichler* ist hier exemplarisch hervorzuheben.

---

<sup>2</sup> *Leyens* setzt in seinem Überblick die interne Kontrolle als Startpunkt der Analyse heraus und weitet diese, ähnlich *Windbichler*, 2009, in Richtung des Marktes aus. So sieht er, „...the basis for the modern trend in corporate governance that relies on options for the market as a substitute to regulatory choice“. Der Markt folgt also nachrangig der Regulierung. Vgl. *Leyens*, Internal Corporate Governance in Europe – Towards a More Market-Based Approach, *Kyoto Journal of Law and Politics* 2008, 4(1), 17-36, hier: S. 18.

<sup>3</sup> *Windbichler*, 2009, oder auch *Kort*, Standardisierung durch Corporate Governance-Regeln: Rechtliche Vorgaben für die Größe und die Zusammensetzung des Aufsichtsrates, in: Möllers (Hrsg.): Standardisierung durch Markt und Recht, 2007, *Nomos*, 135-175, insbes. S. 139f, sowie *Theissen*, Herausforderungen und Hürden für eine „Gute Corporate Governance“ – eine betriebswirtschaftliche Standortanalyse, in Möllers (Hrsg.),

<sup>4</sup> So *Shleifer/Vishney*, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 1997, 737-783, oder *Holmstrom/Kaplan*, Corporate Governance and Merger Activity in the Untied States: Making Sense of the 19080s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives* 25, 2001, 121-144 (2001, S. 121): “[Corporate Governance is]...the mechanisms by which corporations and their managers are governed“. Die Ratio des Shareholder Values als einzig schützenswertes Interesse liegt darin begründet, dass mit allen anderen Stakeholdern eines Unternehmens einklagbare Verträge auf der Basis von Leistung und Gegenleistung abgeschlossen werden können – hingegen nicht mit den Eigenkapitalgebern. Dieses stark auf das Interesse der Eigenkapitalgeber ausgerichtete Konzept ist nicht unumstritten. So zielt *Tirole* auf den Schutz aller Beteiligten am Unternehmen ab (stakeholder value) während *Zingales* generell alle Interessen als schützenswert (relevant) hält, die durch ihre Tätigkeiten im Unternehmen Quasirenten generieren, die nicht vertraglich abgesichert werden können. Vgl. hierzu *Tirole*, Corporate Governance, *Econometrica* 69, 2001, 1-39 sowie *Zingales*, Corporate Governance, in: Newman, P. (Hrsg.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 1, London: MacMillan, 1998, 497-503.

Dieser Beitrag gliedert sich nachfolgend in drei weitere Abschnitte. Im ersten Abschnitt versuche ich eine Entwicklung der Forschungsrichtung der „Corporate Governance“ aus einer ökonomischen Sichtweise heraus darzulegen (Kapitel 1) und Ansatzpunkte einer gemeinsamen Forschung, wie von *Windbichler* propagiert, aufzuzeigen. Aufbauend auf diesen Überlegungen erfolgt im zweiten Abschnitt eine ökonomische Interpretation der von *Christine Windbichler* in ihrem Beitrag präsentierten Argumente. Das dritte Kapitel schließt mit einem Ausblick und Fazit ab.

## ***2. Corporate Governance und das Versagen der Märkte und Hierarchien***

### **1. Grundüberlegungen: Markt und Hierarchie in der Kontrolle von Managern**

Ausgelöst durch Betrugsfälle von Managern sowohl großer börsennotierter Unternehmen, wie Enron, WorldCom als auch kleiner Aktiengesellschaften<sup>5</sup> an nahezu allen Börsenplätzen der Welt geistert der Begriff der „Corporate Governance“ durch die akademische als auch populärwissenschaftliche Literatur. Als würden derartige Probleme erst in den letzten Jahren verstärkt auftreten, wird der Begriff der „Corporate Governance“ auf jegliche Problemfelder, sei es Politik, Wirtschaft oder Gesellschaft, aufgesetzt und erklärt dabei alles – und somit nichts. Dabei sind die unter dem Begriff der „Corporate Governance“ diskutierten Probleme und Ausprägungen so alt wie menschliche Austauschbeziehungen – und damit ein, wenn auch unerwünschter, Begleitzustand der Menschheit.<sup>6</sup> Eine vollständige Lösung des Problems ist bisher nicht gefunden – und kann auch nicht gefunden werden.

Zur besseren Analyse des Phänomens aus einer wirtschaftswissenschaftlichen Sicht heraus möchte ich von der bisher üblich Einteilung der Corporate Governance Mechanismen in „voice“ (Ausübung von Stimmrechten) und „exit“ (Verkauf von Unternehmensanteilen) abweichen<sup>7</sup> und stattdessen auf die Antipoden Markt und Hierarchie zurückgreifen, um dadurch die diametralen Herangehensweisen in den

---

<sup>5</sup> Zu den Ursachen und Auswirkungen von Betrugsfällen deutscher Aktiengesellschaften vgl. *Audretsch/Lehmann*, Option Programmes for Top Manager and Scandals at the Stock Exchange, ZEW Stockoption Watch, 2004 aber auch *Möllers*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktes, in: Möllers (Hrsg., Fußn. 3), S. 213ff.

<sup>6</sup> Bereits *Adam Smith* äußerte in seinem Buch zum *Wohlstand der Nationen* aus dem Jahre 1778 Bedenken hinsichtlich der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt: "The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than that of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own" (zitiert in *Jensen/Meckling* 1976, S. 305)

<sup>7</sup> Die einzelnen Mechanismen der Kontrolle werden in der Literatur auch als "passiv" oder "aktiv" eingeordnet. Die passive Kontrolle orientiert sich an der Verfügbarkeit und Genauigkeit von Informationen. Liegen exakte Informationen vor, erfolgt die passive („exit“) Disziplinierung des Managements durch den Verkauf von Eigentumsanteilen oder einer nicht Verlängerung (Prolongation) eines Kredites. Unter der aktiven Kontrolle („voice“) zählen Mechanismen, die einen direkten Druck auf das Management ausüben, wie das Aufsichtsratssystem, vgl. *Vives*, Corporate Governance: Does it Matter?, in: *Vives* (Hrsg.): Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives, Cambridge University Press: Cambridge UK, 2000, 1-20, hier v.a. S. 6f.

Wirtschaftswissenschaften einerseits und den Rechtswissenschaften andererseits besser integrieren zu können.

Nahezu jeder wirtschaftswissenschaftliche Beitrag über „Corporate Governance“ beginnt mit dem Hinweis auf die Arbeit von *Berle* und *Means*<sup>8</sup>, einem Wirtschaftspublizisten und einem Juristen. Sie stellten fest, dass sich amerikanische Unternehmen im Vergleich zu ihren europäischen Konkurrenten durch einen sehr geringen Eigenkapitalanteil der leitenden Manager am Unternehmen auszeichnen, während in kontinentaleuropäischen Unternehmen überwiegend Familien dominieren.<sup>9</sup> Aufgrund des geringen Eigentumsanteils der Manager und des großen Streubesitzes der Aktien resultiert ein Anreiz- und Kontrollproblem, das zu einem Wettbewerbsnachteil US-amerikanischer Unternehmen gegenüber ihren europäischen Konkurrenten führen würde. Geschrieben während der großen Weltwirtschaftskrise verfehlte das Buch seine Wirkung nicht: Zahlreiche Gesetze und Vorschriften wurden daraufhin initiiert, nicht zuletzt ein Gesetz zur Offenlegung der Vorstandsgehälter.<sup>10</sup> Doch was steckt hinter der von *Berle* und *Means* so populär gemachten Trennung von „Eigentum und Verfügungsgewalt“?<sup>11</sup>, die seitdem Politik, Wissenschaft und Gesellschaft beschäftigt?

## 2. Der Markt als Regulativ für das Fehlverhalten von Managern

Anfang der 60'er Jahre beschäftigten sich Wissenschaftler verstärkt mit dem Phänomen der „Trennung von Eigenkapital und Verfügungsgewalt“. Allerdings wurde diesem Forschungsgebiet in der wirtschaftswissenschaftlichen Wissenschaft nur eine – im Vergleich zu den letzten 10 Jahren – stiefmütterliche Bedeutung zugemessen. Geprägt von der Geisteshaltung neoklassischer Ökonomen der „Chicago School“ (und deren Bedeutung in der Beratung der Regierung) handelt es sich um ein temporäres Phänomen, das der Markt alleine lösen würde. Im Vordergrund der Analyse stand – und steht heute immer noch weitgehend – das Top Management eines Unternehmens, insbesondere der Chief Executive Officer (CEO). Er allein hat letztendlich die Macht (Verfügungsgewalt), über die Ressourcen eines Unternehmens und deren Verwendung weitestgehend zu bestimmen. In seiner Hand liegt es, ob und wie diese Ressourcen zum Wohle des Unternehmens eingesetzt werden und in welcher Höhe er Ressourcen auch zum persönlichen Konsum verwenden kann<sup>12</sup>. In nahezu perfekten Märkten, so die herrschende Lehrmeinung, würden die Marktkräfte die Manager dazu zwingen, die

---

<sup>8</sup> *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932

<sup>9</sup> Vgl. hierzu *Audretsch/Lehmann* (Hrsg): *Corporate Governance in Small and Medium-Sized Firms*, Edward Elgar: Cheltenham (2011).

<sup>10</sup> Ein ähnliches Überinvestitionsverhalten aus Sicht der Politik ist auch zu Zeiten der „Dotcom-Krise“ 2001 und der „Subprime-Krise“ 2008/09 nicht zu verleugnen.

<sup>11</sup> Es zerfällt das... ”old atom of ownership into its component parts, control and ownership”, *Berle/Means*, 1932, S. 8.

<sup>12</sup> Zu letzterem zählen überdurchschnittliche Gehaltszahlungen, besondere Vergünstigungen, luxuriöse Bürogebäude, Dienstwagen, Firmenjets, aber auch die Verfolgung so genannter „Pet“-Strategien (Lieblingsstrategien), also strategischer Investitionen die eher seinem Nutzen als dem der Investoren dienen.

Ressourcen ihres Unternehmens gewinnbringend zu verwenden, um nicht das Unternehmen und dadurch ihre Position zu gefährden.

Infolgedessen wurden marktliche Lösungsmechanismen analysiert und diskutiert, die darauf ab zielten, dass die Kosten des Fehlerhaltens letztendlich der Top Manager (CEO) selbst tragen muss – und er so keinen Anreiz besitzen kann, sich anders zu verhalten, als die Ressourcen des Unternehmens optimal einzusetzen. Zu den marktlichen Mechanismen im Bereich der Corporate Governance zählen der *Produktmarkt*, also der Markt auf dem die Leistungen des Unternehmens angeboten wird, der *Markt für Unternehmen* (corporate control) und der *Arbeitsmarkt für (Top) Manager*.

### a) Zur Relevanz des Produktmarktes in der Corporate Governance

Der *Produktmarkt* selbst wirkt **direkt** als Regulativ, da eine Verschwendung von Ressourcen dazu führt, dass die Produkte entweder zu überdurchschnittlichen Kosten und/oder unterdurchschnittlicher Qualität am Markt angeboten würden. Ein solches Unternehmen verschwindet dann vom Markt und der Manager verliert seine Verdienst- und Konsummöglichkeiten. Dies würde dieser antizipieren und höchstens ein solches Maß an „Konsum am Arbeitsplatz“ (consumption on the job) betreiben, damit das Unternehmen nicht liquidiert wird. Dem Markt wird eine Allheilmittelfunktion zugemessen, die keiner zusätzlichen Kontrolle der Manager bedarf. Erst in späteren Arbeiten zeigt sich, dass der Produktmarkt nicht zwangsläufig eine disziplinierende Wirkung aufweist.<sup>13</sup> Entsprechend ambivalent fällt auch die empirische Evidenz zur Disziplinierung des Produktmarktes für Manager aus<sup>14</sup>.

Eine **indirekte** Disziplinierung des *Produktmarktes* zur Kontrolle von Managern zeigen *Holmstrom* sowie *Nalebuff* und *Stiglitz* auf.<sup>15</sup> Diese indirekte Disziplinierung liegt darin, dass der Wettbewerb Informationen an das Aufsichts- oder Kontrollkremium bietet („informatives principle“). Der Wettbewerb ermöglicht es, die Leistung der Manager an der Konkurrenz zu messen – und die Entlohnung entsprechend auszurichten. Allerdings ist ein solcher „yardstick competition“ abhängig von der Marktstruktur. Eine hohe Anzahl von Konkurrenten erhöht die Informationskosten über die Suche nach den relevanten Konkurrenten. Eine hohe Konzentration senkt zwar diese Informationskosten, mit dem Nachteil eines kollusiven Verhaltens der Akteure, sowie der Möglichkeit, dass hohe Erträge aus der Ausnutzung einer Monopolstellung heraus generiert werden und nicht auf die Leistung des Managements zurückzuführen sind.

---

<sup>13</sup> Grundlegende theoretische Arbeiten hierzu liefern *Hart*, The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *Bell Journal of Economics* 14, 1983, 366-382; *Scharfstein*, Product Market Competition and Managerial Slack, *RAND Journal of Econ.* 19, 1988, 147-155, sowie *Schmidt*, Managerial Incentives and Product Market Competition, *Rev. of Econ. Studies* 64, 1997, 191-214..

<sup>14</sup> Die empirischen Studien von *Nickel*, Competition and Corporate Governance, *Journ. of Pol. Econ.* 104, 1996, 724-746 und *Nickel/Nicolitsas/Dryden*, What Makes Firms Perform Well? *European Economic Review* 41, 1997, 783-796 weisen darauf hin, dass die Wachstumsrate eines Unternehmens als Maß für die Anstrengung des Management mit zunehmender Konzentration abnimmt und für die disziplinierende Wirkung des Produktmarktes sprechen würde.

<sup>15</sup> *Holmstrom*, Moral Hazard in Teams, *Bell Journal of Economics* 13, 1982, 324-340 und *Nalebuff/Stiglitz*, Information, Competition, and Markets, *American Economic Review* 73, 1983, 278-283.

## b) Zur Relevanz des Marktes für Unternehmensübernahmen in der Corporate Governance

*Manne*<sup>16</sup> stellt mit dem **Markt für Unternehmensübernahmen** („market for corporate control“) einen weiteren marktlichen Mechanismus zur Kontrolle von Managern vor. Setzt ein Manager die Ressourcen eines Unternehmens nicht optimal ein, verliert das Unternehmen an Marktwert. Dies gibt einen Anreiz, Anteile dieses Unternehmens aufzukaufen und das Management auszuwechseln. Die Kosten des Aufkaufs werden dadurch kompensiert, dass das neue Management die Ressourcen effizient einsetzt und der Wert des Unternehmens steigt. Hierzu ist ein hinreichend effizienter Kapitalmarkt nötig, der es einem Management erlaubt, große Unternehmensanteile entsprechend schnell zu transferieren. Der Markt für Unternehmenskontrolle, so *Manne* entwickelt eine doppelte Disziplinierung für Manager: Ex ante, aus Angst vor einer Übernahme und ex post, durch die Auswechslung nach der Übernahme.

Die empirische Evidenz dahingehend, ob drohende Übernahmen tatsächlich das Management dazu verleiten, Ressourcen ertragsteigernd einzusetzen ist nicht eindeutig. *Andrade/Mitchel/Stafford* zeigen, dass Unternehmensübernahmen in Wellen erfolgen.<sup>17</sup> Lediglich die Übernahmewelle Anfang der 90'er Jahre könnte als disziplinierend eingestuft werden<sup>18</sup>. Übernahmen in den letzten Zehn Jahren wird kaum eine disziplinierende Wirkung zugemessen, da sowohl die Manager des Zielunternehmens als auch die des Akquirierers in hohem Maße persönlich durch Übernahmen profitieren.<sup>19</sup> So dürfte eher das Gegenteil zutreffen, dass Manager ihre Unternehmen oftmals für eine Übernahme „zurecht“ machen und sich vom Aufsichtsrat pro forma Abwehrmechanismus genehmigen lassen, um im Bedarfsfalle die Kosten der Übernahme zu steigern als Commitment für eine entsprechende eigene Abfindung. Eine weitere

---

<sup>16</sup> *Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 73, 1965, 110-120.

<sup>17</sup> *Andrade/Mitchel/Stafford*, New Evidence and Perspectives on Mergers, Journal of Economic Perspectives 15, 2001, 103-120. Dass die Auswechslung des Top Managements nach Übernahmen durchaus erfolgreich sein kann belegen *Denis/Denis*, Performance Changes Following Top Management Dismissal, Journal of Finance 50, 1995, 1029-1057 sowie *Denis/Serrano*, Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests, Journal of Financial Economics 40, 1996, 239-266.

<sup>18</sup> Bei genauerer Analyse zeigt sich, dass nicht die Übernahme per se zu einer Disziplinierung führte, sondern die Art der Übernahme. Analog zu heutigen Kreditderivaten (*cds, sub primes*) begann Ende der 80'er Jahre der Markt für Unternehmensanleihen mit geringer Bonität (*junk bonds*) sehr stark zu wachsen. Dies ermöglichte es Emittenten, Fremdkapital zu beschaffen, um damit Unternehmensübernahmen zu finanzieren. Nach der Übernahme musste das Management das Fremdkapital bedienen und war dadurch gezwungen, die Cash Flows entsprechend einzusetzen. Mitte der 90'er Jahre kollabierte das System, da immer mehr Unternehmen aufgekauft wurden und mit dem zusätzlichen Fremdkapital stieg die Insolvenzrate. Dies führte ab 1995 zu einer der größten Insolvenzwellen in den USA. Unternehmensübernahme auf Basis von Fremdkapital wurden daraufhin in den USA stark reglementiert (was letztendlich zum Gründungsboom von Private-Equity Unternehmen und Hedge-Fonds führte). Zur Funktion des Fremdkapitals im Rahmen der Corporate Governance vgl. *Gompers/Metrick*, Institutional Investors and Equity Prices, Quarterly Journal of Economics, 116, 2001, 229-259 oder auch *Hellwig*, On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, in: *Vives* (Hrsg.): Corporate Governance, Cambridge University Press: Cambridge UK, 2000, S. 95-134.

<sup>19</sup> Vgl hierzu auch *Kort*, Zivilrechtliche Folgen unangemessen hoher Vorstandsvergütung – eine „Mannesmann“-Spätlese, DStR 26, 2007, 1127-1133.

Ursache, warum unfreundliche Übernahmen nur eingeschränkt disziplinierend wirken, liegt im moral hazard Verhalten von (Klein-)aktionären begründet<sup>20</sup>: Steigt der Aktienkurs aufgrund einer (vermuteten) unfreundlichen Übernahme, so steigt die Nachfrage nach diesen Aktien auch bei Kleinanlegern, so dass sich erstens die Angebotsmenge an Aktien reduziert (und damit die kritische Anzahl an Aktien, die zu einer Übernahme erforderlich sind) und sich zweitens die Kosten der Übernahme teilweise prohibitiv erhöhen. Insgesamt scheint diesem Mechanismus zur Disziplinierung seine praktische Relevanz abhanden gekommen zu sein. Trotzdem steht der Markt für Unternehmensübernahmen vor allem in den USA als „primus inter pares“ im Set der Mechanismen zur Kontrolle von Managern dar. Unternehmen aus Kontinentaleuropa werden aufgrund der als eingeschränkt angesehenen Möglichkeit einer unfreundlichen Übernahme deshalb mit einem Abschlag am Kapitalmarkt bewertet.

### c) Die Relevanz des Marktes für Manager im Rahmen der Corporate Governance

*Fama*<sup>21</sup> unterstellt einen unternehmensexternen **Markt für Managementleistungen**, der den Wert des Humankapitals von Managern anhand der Performanz des Unternehmens widerspiegelt. Zudem nimmt er einen internen Markt an, auf dem sich die Manager gegenseitig kontrollieren und überwachen. Schlechte Leistungen eines Managers mindern einerseits seinen Marktwert und bieten andererseits untergeordneten Managern die Möglichkeit des Aufstiegs in das Topmanagement.<sup>22</sup> Die Entlohnung der Manager setzt sich aus pekuniären und nicht-pekuniären Bestandteilen, wie dem Konsum am Arbeitsplatz, zusammen. Wenn sowohl der Konsum am Arbeitsplatz direkt beobachtbar ist - oder zumindest auf die Topmanager zurechenbar ist – als auch der externe Markt die Managementleistungen adäquat bewertet, dann würde der Wettbewerb auf dem Markt für Managementleistungen einen weiteren Mechanismus zur Kontrolle des Managements darstellen.

In zahlreichen Studien findet sich eine empirische Evidenz dahingehend, dass eine unterdurchschnittliche Performance tatsächlich zur Auswechslung des Managements erfolgt. Die Auswechslung wiederum ist abhängig vom zugrunde liegenden Performance-Maß<sup>23</sup> aber auch ob überhaupt entsprechende Nachfolger „auf dem Markt“ sind.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> Holmström, 1982, (Fußn. 14).

<sup>21</sup> Vgl. *Fama*, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, 1980, 288-307.

<sup>22</sup> Als anekdotische Evidenz hierfür mag die Ablösung des Infineon Chefs *Ulrich Schumacher* durch seine Kollegen dienen.

<sup>23</sup> So scheinen (schlechte) Bilanzkennziffern weniger Auslöser einer Ablösung des Managements zu sein als eine unterdurchschnittliche Entwicklung des Aktienkurses. Zur Ablösung von CEOs bei schlechter Performance vgl. *Denis/Denis*, Performance Changes Following Top Management Dismissal, *Journal of Finance* 50, 1995, 1029-1057; *Kaplan*, Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany, *Journal of Law, Economics, and Organization* 10, 1994, 142-159; *Parrino*, CEO Turnover and Outside Succession. A Cross-Sectional Analysis, *Journal of Financial Economics* 46, 1997, 165-197 oder *Weisbach*, CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions, *Journal of Financial Economics* 37, 1995, 159-188

<sup>24</sup> Vgl. hierzu *Borokhovitch/Parrino/Trapani*, Outside Directors and CEO Selection, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1996, 337-355.

#### **d) Zusammenfassung: Der Markt als Regulativ für Manager**

Alle drei marktlichen Mechanismen mögen durchweg eine disziplinierende Wirkung auf das Top Management aufweisen. Aus theoretischer wie auch empirischer Sicht besteht hier aber grundlegender Forschungsbedarf, der vor allem in den substitutiven und komplementären Beziehungen der einzelnen Mechanismen zueinander besteht. So werden Auswechslungen des Top Managements weitgehend im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen beobachtet. Zudem weisen die Mechanismen eine ambivalente Wirkungsrichtung auf, wenngleich in unterschiedlicher Stärke: jeder Marktmechanismus kann zu einer Disziplinierung des Managements beitragen – aber auch Entscheidungen zum individuellen Wohl und zu Lasten des Unternehmens fördern.

Wenn der Markt als first-best Mechanismus zur Disziplinierung der Manager nicht ausreicht, können hierarchische Mechanismen – institutionelle Mechanismen – zu einer Verbesserung der Koordination beitragen. Diese werden nachfolgend vorgestellt und diskutiert.

### **3. Zur Relevanz hierarchischer Mechanismen der Corporate Governance**

Die Erkenntnis, dass der Markt mit Kosten verbunden ist, die einen Ausgleich von Interessen verhindern oder unterbinden, führte, initiiert durch die Arbeit von Coase<sup>25</sup>, zum Nachdenken über hierarchische, also nicht marktlichen Mechanismen, zur Koordinierung von Interessen. Diese Mechanismen werden, im Vergleich zu (perfekten) marktlichen Lösungen bei vollständigen Informationen und kostenloser Benutzung des Marktes als „Second best“ bezeichnet. Als eine Möglichkeit bieten sich Verträge mit Top Managern an. Die Unvollkommenheit von Verträgen hingegen bedingt zusätzliche Mechanismen, wie *Aufsichtsräte*, oder *Regelwerke* wie zwingendes Recht, Normen oder Standards zur Durchsetzung und Kontrolle von Managern.

Diesen hierarchischen Mechanismen möchte ich in diesem Beitrag einen etwas größeren Rahmen widmen. Erstens, weil sie aus Sicht der Rechtswissenschaften den Ansatzpunkt und Hauptgegenstand der Analyse darstellen. Zweitens, weil m. E. die Erkenntnisse über den Wirkungszusammenhang und die Wirkungsweise oft missverständlich interpretiert werden. Dies betrifft insbesondere die Relevanz der „Prinzipal-Agenten-Theorie“, die, als perfekte Vertragstheorie, selbstredend im Vordergrund der rechtswissenschaftlichen Analyse steht, wenn es um den Einbezug ökonomischer Erkenntnisse geht. Drittens, weil die vielfach gewünschte und geforderte Wirkung dieser Mechanismen eine kontraproduktive Wirkung aufweist, die kaum berücksichtigt wird.

#### **a) Verträge mit Top Managern**

---

<sup>25</sup> Coase, 1937, The Nature of the Firm, *Economica*, S. 386-405.

Die Vertragsgestaltung mit Top Managern zählt zu den Kernbereichen der Corporate Governance Forschung. Auch *Windbichler* misst in ihrem Beitrag der Vorstandsvergütung einen gesonderten Stellenwert zu. Erstens aus einem gesellschaftlichen Verhältnis heraus, in dessen Vordergrund die hohen (absoluten) Gehälter, Abfindungen und Bonuzahlungen zählen.<sup>26</sup> Zweitens, weil diese Zahlungen und Einkünfte aus eben dieser Perspektive heraus nicht in einem Zusammenhang mit den Leistungen zu stehen scheinen.<sup>27</sup> Drittens, weil das gesellschaftliche Interesse an der Managervergütung so groß ist, dass sich Politik und Wissenschaft (insbesondere die Rechtswissenschaft) intensiv damit beschäftigen<sup>28</sup> und viertens, weil die persönliche Vergütung die direkteste Stellschraube der Manager zur persönlichen Nutzengenerierung darstellt.

Die Ausrichtung der Interessen des Managers eines Unternehmens an jenen der Anteilseigner stellt den Kernpunkt der so genannten „*Prinzipal-Agenten-Theorie*“ dar<sup>29</sup>, der Konstruktion eines optimalen Vertrages zwischen einem Prinzipal und einem Agenten. Der Prinzipal stellt in Analogie den Eigner eines Unternehmens dar, der einen Manager als Agenten mit der Durchführung eines Projektes betraut. Ein solcher Vertrag zeichnet sich durch eine Minimierung der Agency-Kosten aus.<sup>30</sup> Die Kostenminimierung wird durch entsprechende Entlohnungs- und Vergütungsbestandteile der Topmanager angestrebt. Optimale Entlohnungsprogramme sollten so ausgestaltet sein, dass einerseits eine Selektion erwünschter Manager erreicht wird (Lösung des Problems adverser Selektion) und diese mit Anreizen ausgestattet sind, die einen optimalen Arbeitseinsatz induzieren (Lösung des moral hazard Problems). Ein solcher optimaler Vertrag stellt eine Risikoteilung zwischen dem Prinzipal und dem Agenten dar, wobei der variable Anteil des Managers lediglich vom Risiko des Projektes und seiner Risikoaversion bestimmt wird. Den für den Prinzipal nicht beobachtbaren Arbeitseinsatz des Managers wählt dieser selbst durch die Annahme/Ablehnung eines Vertrages. Im Gleichgewicht wird der variable Anteil der Entlohnung durch das Projektrisiko und die Risikoeinstellung

---

<sup>26</sup> Top Manager, ebenso wie Künstler, Sportler oder Wissenschaftler stellen eine kleine Gruppe von Individuen dar, die nicht die Gesamtheit der Bevölkerung repräsentieren. Da Intelligenz und Fähigkeiten nicht gleichverteilt sind, können auch die Einkommen, die durch diese Fähigkeiten generiert werden, nicht gleichverteilt sein. Eine hohe Konzentration von Einkommen an der Spitze ist eine ökonomisch begründbare Tatsache. Bereits Adam Smith wies schon auf diesen Umstand hin, vgl. Smith, Wohlstand der Nationen, 1776. Die Tatsache, dass das Einkommen auch eine Funktion der Nachfrage und des Angebotes an Fähigkeiten darstellt, wird oft vergessen.

<sup>27</sup> So fällt es in der Tat schwer, hohe Bonuszahlungen auch dann für sinnvoll zu erachten, wenn quasi eine Insolvenz vorliegt. Die Genehmigung von über 150 Millionen € Bonuszahlungen an Investmentbanker der *Dresdner Kleinwort Wasserstein* als Tochter *Dresdner Bank AG* und zum damaligen Zeitpunkt Tochter der *Allianz AG* sind angesichts eines Verlustes von über 6 Milliarden € der *Dresdner Bank* nicht mit den Grundsätzen einer ordentlichen Unternehmensführung nachzuvollziehen. Die hohen Bonuszahlungen allein mit Selektionseffekten zu begründen, leuchtet dabei nicht ein.

<sup>28</sup> So das Gesetz zur Offenlegung von Managergehälter (VorStOG v. 03.08.2005, BGBl. I S. 2265). Eine intensive Diskussion entspann sich auch um die Höhe der Abfindungszahlung an Manager, hervorgerufen durch den Fall „Mannesmann“.

<sup>29</sup> Einen Überblick bietet *Prendergast*, The Provision of Incentives in Firms, *Journal of Economic Literature* 37, 1999, 7-63

<sup>30</sup> So Jensen/Meckling, 1976.

bestimmt. Ein solcher Vertrag setzt sich selbst durch, da keine Partei einen Anreiz hat, von dem einmal gewählten Gleichgewichtsvertrag abzuweichen.<sup>31</sup>

In der Praxis manifestiert sich dies in variablen Entlohnungsbestandteilen, sei es durch Optionskontrakte, Bonizahlungen oder einem Eigentumsanteil am Unternehmen. In zahlreichen Studien wird versucht, eine empirische Evidenz für die praktische Relevanz der Prinzipal-Agenten Theorie zu finden. Dabei stand insbesondere der Zusammenhang zwischen variabler Entlohnung und Unternehmenserfolg im Vordergrund des Interesses. Analysiert man die vielen Studien, lässt sich folgendes Fazit fassen: Es lässt sich keine hinreichende Evidenz für einen Zusammenhang in den Daten dahingehend finden, dass ein größerer Anteil an variabler Entlohnung auch zu einem besseren Unternehmensergebnis führt. Dies unabhängig davon, wie die Art der anreizkompatiblen Entlohnung ausgestaltet ist.<sup>32</sup> Dies verwundert nicht – schließlich sieht ein solcher Vertrag lediglich eine Risikoteilung vor, die sich derart manifestiert, dass mit zunehmendem Risiko der Anteil variabler Erfolgsbestandteile abnimmt. Ein solcher Zusammenhang wiederum lässt sich vielfach belegen<sup>33</sup> - und mehr sagt die „Prinzipal-Agenten-Theorie“ auch nicht aus!

Empirische Ergebnisse dokumentieren folglich den „Trade-off“ zwischen der Anreizwirkung einerseits und der Risikokomponente andererseits. Zur Ausgestaltung der anreizkompatiblen Entlohnung bleibt die Aussage von Kerr vor über dreißig Jahren bestehen: *“On the folly of rewarding A, while hoping for B”*<sup>34</sup>

Werden Manager auf die Verfolgung eines Shareholder Values ausgerichtet, so werden sie all ihre Bemühungen auf dieses Ziel hin ausrichten. Je kürzer die Laufzeiten der Options- und Bonuskontrakte, umso stärker rücken dabei Handlungen in den Vordergrund, die den Aktienkurs kurzfristig beeinflussen. Werden Aktienoptionen längerfristig ausgegeben, um Manager zu einem Handeln zu ermutigen, dass ggf. über ihren Arbeitskontrakt hinausgeht<sup>35</sup>, werden sie in ihren zukünftigen Einkommensströmen vom Verhalten der Nachfolger beeinflusst.<sup>36</sup> Sobald allerdings mehr als zwei Ziele „A“ und „B“ in den Kontrakt einbezogen werden, besteht die Mehrzielproblematik und die Ziele werden in Abhängigkeit ihrer persönlichen Nutzenkomponenten für den Manager gegenseitig abgewogen und verfolgt.

Perfekte Verträge, wie oben dargestellt, stellen einen „self enforcing mechanism“ dar – sie setzen sich von selbst durch. Allerdings besteht ein solcher Vertrag aus einer Komponente, die einen Vertrag als alles andere als perfekt erscheinen lässt: Das Risiko

---

<sup>31</sup> Die Prinzipal-Agenten Theorie wird deshalb meist als “perfect contract theorie” bezeichnet.

<sup>32</sup> Wenn ein solcher Zusammenhang tatsächlich bestehen würde, könnte jedes Ergebnis durch eine entsprechende Anreizgestaltung erfolgen.

<sup>33</sup> Vgl. stellvertretend Aggarwal/Samwick ,The other side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation, Journal of Political Economy 107, 1999, 65-105.

<sup>34</sup> So bereits Kerr über die Wirkungen anreizkompatibler Entlohnung. Vgl. Kerr, On the folly of rewarding A, while hoping for B, Academy of Management Journal 18, 1975, 769-783

<sup>35</sup> So wird angestrebt, das Manager ihre Optionen nicht wie bisher nach zwei sondern erst nach vier Jahren einlösen dürfen.

<sup>36</sup> So „verdiente“ der ehemalige DaimlerChrysler CEO Schrempp 2007/08 ein Mehrfaches dessen, was sein Nachfolger Zetsche an Einkommen erhielt – obwohl er dessen kostspieligen Fusionsstrategien korrigieren musste.

des Projektes. Der Erfolg eines Projektes wird nicht nur durch die – nicht direkt beobachtbare – Arbeitsanstrengung des Managers beeinflusst, sondern nicht unwesentlich durch nicht vom Manager kontrollierbare Umwelteinflüsse. Könnte man diese Einflüsse eliminieren, so könnte ein Manager mit einem anreizkompatiblen Vertrag ähnlich einem Akkordvertrag ausgestattet werden, mit dem einen Ziel: Verfolgung eines Shareholder Values.<sup>37</sup> Die Existenz eines exogenen Risikos weist dabei zwei Effekte auf. Erstens, die bereits angesprochenen Selektionseffekte und die Notwendigkeit, einen Manager in Relation zu seiner Risikoaversion dahingehend zu kompensieren. Zweitens der „Entrenchment“-Effekt: Da die Fähigkeiten und Anstrengungen eines Managers seine private Information darstellen kann lediglich vom Unternehmenserfolg auf seine Leistungen geschlossen werden. Ist dieser Erfolg durch zufällige Einflüsse gekennzeichnet – wie eine Rezession, Veränderung von Leitzinsen, etc... - kann kein direkter Zusammenhang zwischen der Leistung des Managers und dem Unternehmenserfolg hergestellt werden. Ein Manager wird eine positive Entwicklung der Erfolgsgröße auf seine Leistungen zurückführen und eine negative Entwicklung auf nicht kontrollier- und vorhersehbare Ereignisse schieben.

Folglich braucht es weitere Mechanismen, welche die dadurch induzierten Kosten reduzieren. Für *Hart*<sup>38</sup> müssen dafür zwei Voraussetzungen erfüllt sein. Erstens ein Interessenkonflikt zwischen mehreren Parteien in einem Unternehmen, der existent ist. Zweitens Transaktionskosten, die dazu führen, dass dieser Interessenkonflikt nicht – wie gezeigt - durch einen Vertrag gelöst werden kann. Sie können nicht alle relevanten Umweltzustände und verfügbaren Informationen berücksichtigen, sind meist nur kurzfristiger Natur, daher mit Kosten der Nachverhandlung verbunden und müssen letztendlich durch Gerichte überprüft und durchgesetzt werden. Aus diesem Grund, so *Hart*, werden zusätzliche institutionelle Mechanismen zur Konfliktlösung erforderlich. Zu diesen zählen gesetzliche Regelungen zum Einfluss von Aktionären und die Institution eines Aufsichtskremiums in denen sich der Interessensausgleich der Parteien manifestiert.

## **b) Existenz und Wirkung von Aufsichtsräten**

Die naheliegende Antwort auf die Frage nach der Existenz von Aufsichtsräten besteht darin, dass gesetzliche Vorschriften einen Aufsichtsrat bindend vorschreiben<sup>39</sup>. Aus einer wissenschaftlichen Sichtweise heraus stellt dies nicht zufrieden, da gesetzliche Regelungen endogen und begründbar sind. *Hermalin* und *Weisbach*<sup>40</sup> zeigen an zwei stilisierten Fakten, warum allein die Existenz gesetzlicher Vorschriften keine

---

<sup>37</sup> Das Mehrzielproblem, dass der Aufgabenbereich mehrere konkurrierende und interdependente Ziele aufweist, die zu einer strategischen Verfolgung der Ziele durch Individuen führt, kann dabei ausgeschlossen werden. Ebenso wie ein Mitarbeiter am Fließband nur wenige Tätigkeiten durchführen muss und das Risiko seiner Tätigkeiten weitgehend eliminiert ist.

<sup>38</sup> Vgl. *Hart*, Corporate Governance: Some Theory and Implications, *Economic Journal* 105, 1995, 678-689.

<sup>39</sup> Vgl. hierzu *Kort*, 2008, S. 137-176.

<sup>40</sup> Vgl. *Hermalin/Weisbach*, 2003, *Lehmann* (2008).

hinreichende Erklärung bieten kann: Wenn die Kosten für Aufsichtsräte den Nutzen übersteigen, müssten Lobbymaßnahmen beobachtet werden, um Aufsichtsräte abzuschaffen. Dies ist bisher in keinem Land geschehen. Zum anderen ließe sich allein durch gesetzliche Vorschriften nicht erklären, warum der Aufsichtsrat in vielen Ländern mehr Mitglieder umfasst, als gesetzlich vorgeschrieben.

Insofern vermuten *Hermalin* und *Weisbach*, dass Aufsichtsratssysteme eine Art "second best" Lösung für den Interessensausgleich in Unternehmen darstellen. Ein Interessenskonflikt besteht durch die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt sowie einem Verteilungsproblem zwischen kontrollierenden und nicht-kontrollierenden Eignern. Sobald Eigner die Aufgabe der Unternehmensführung nicht selbst wahrnehmen, müssen sie einen geeigneten Manager finden, ihn mit einem Kontrakt ausstatten und die Einhaltung durchsetzen. Diese Aktivitäten sind mit Kosten verbunden: Suchkosten bei der Wahl eines Managers, Kosten der Vertragsgestaltung und Kosten der Kontrolle, Überwachung und Durchsetzung von Verträgen. Diese Kosten müssen vom Eigner aufgebracht werden<sup>41</sup>. Ein einzelner Aktionär mit geringem Anteil an einer Firma, ist nicht in der Lage, diese Kosten zu tragen. Zu gering ist sein erwarteter Ertrag aus der Kontrolle im Verhältnis zu den aufgewendeten Kosten. Während er die Kosten der Kontrolle und Überwachung selbst trägt, kommt der Nutzen aus dieser Tätigkeit allen Anteilseignern zugute. Diese Kosten können durch ein Aufsichtsratssystem reduziert und auf viele Schultern verteilt werden.

Der Zeitaufwand sowie die Tatsache, dass die meisten Aufsichtsratsvorsitzenden Mehrfachmandate aufweisen, wirft die Frage nach einer effizienten und effektiven Tätigkeit auf. *Hart*<sup>42</sup> bemängelt in diesem Zusammenhang den mangelnden finanziellen Anreiz zur Kontrolle von Managern durch Aufsichtsräte. Ein effektives Monitoring durch die Aufsichtsratsmitglieder verlangt, dass diese sowohl einen Anreiz haben Kosten für die Kontrolle aufzuwenden als auch in der Lage sind, die Aktivitäten des Managements hinsichtlich der Wertsteigerung eines Unternehmens zu bewerten<sup>43</sup>. Ein Anreiz, entsprechende Kosten der Kontrolle aufzuwenden besteht, wenn der Ertrag der Kontrolle die Kosten übersteigt<sup>44</sup>. Besitzen die Aufsichtsratsmitglieder selbst Aktien am Unternehmen, so kommt ihnen ein Teil der Kosten über den Anteilsbesitz zugute, sofern sich der Erfolg des Monitoring auf das Unternehmensergebnis niederschlägt. Allerdings bestehen – insbesondere in Deutschland – unterschiedliche Interessen der einzelnen Mitglieder im Aufsichtsrat, auch zu Lasten des Unternehmens.<sup>45</sup> In diesem

---

<sup>41</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976).

<sup>42</sup> Vgl. Hart, Corporate Governance: Some Theory and Implications, *Economic Journal* 105, 1995, 678-689

<sup>43</sup> *Aggarwal/Samwick*, The other Side of the Tradeoff: The Impact of Risk on Executive Compensation -- A Reply, Working Paper No. 02-19, 2002, Dartmouth College.

<sup>44</sup> *Perry* belegt einen positiven Zusammenhang zwischen der Vergütungshöhe der kontrollierenden Directors und der Intensität der Kontrolle. Vgl. *Perry*, Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover, working paper, 2000. Arizona State University

<sup>45</sup> Hierzu zählen die unterschiedlichen Interessen von Banken, Großaktionären oder Arbeitnehmervertreter. Vgl. hierzu vgl. für Deutschland *Lehmann/Weigand*, Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany, *European Finance Review* 4, 2000, 157-195. Zum Einfluss der Arbeitnehmer vgl. *Frick/Lehmann*, *Corporate Governance in Germany: Ownership, Codetermination, and Firm Performance in a Stakeholder Economy*, in *Gospel/Pendleton* (Hrsg.), *Corporate Governance and Human Resource Management*, Oxford: Oxford University Press, 2005, S. 122-147

Zusammenhang scheint in Deutschland insbesondere das Problem des „Tunneling“ als relevant<sup>46</sup>, der Einfluss von Banken sowie der Arbeitnehmervertreter.<sup>47</sup>

Die Bedeutung des Aufsichtsrates im Rahmen der Corporate Governance wird in Deutschland vorwiegend aus dem Blickwinkel des Arbeitnehmereinflusses diskutiert<sup>48</sup>. Obwohl die Trennung zwischen betrieblicher Mitbestimmung und der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat de jure vollzogen ist, scheint dies de facto nicht der Fall zu sein. *Sadowski* bezeichnet dies als „doppelte Mitbestimmung“.<sup>49</sup>

### c) Rechtliche Regelungen und Standards

Die Unvollkommenheit von Märkten und Verträgen zur Kontrolle von Managern führt zu einem Versagen, das gesetzliche Eingriffe mit sich führt. Die Entwicklung im Rechtssystem könnte folglich als Maß für die Unvollkommenheiten von Märkten interpretiert werden.

Neben zwingendem Recht entwickeln sich in den letzten Jahren verstärkt Bestrebungen, eine Disziplinierung über so genanntes „Soft Law“ zu etablieren. Hierzu zählen Standards, Kodices – wie der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) – , Empfehlungen oder auch Gepflogenheiten.

Unbestritten sorgen gesetzliche Regelungen für eine Reduktion der Agency-Kosten. Sie stellen –im Gegensatz zu marktlichen Lösungen – aufgrund der Kosten bestenfalls nur einen „second best“-Mechanismus dar. Während zwingendes Recht vorwiegend durch die Politik geschaffen wird, erfolgt die Setzung von Standards tendenziell eher „vom Markt heraus“. Die Beobachtung der Zunahme von Standards oder „Soft law“ trägt wiederum den Kosten des Trade-offs des zwingenden Rechts Rechnung: Der gewünschten Einschränkung des unternehmerischen Handlungsspielraums durch das Management stehen die Kosten der Unterinvestition in riskante Projekte mit höherem erwarteten Ertrag gegenüber. Die Entwicklung von Standards aus dem Markt heraus trägt diesen Kosten unter anderem dadurch Rechnung, dass die Marktteilnehmer einen höheren Informationsstand aufweisen als die Politik.<sup>50</sup>

---

<sup>46</sup> Hierunter sind Interessenkonflikte zwischen Groß- und Minderheitsaktionären zu verstehen. Großinvestoren versuchen zusätzliche Erträge zu Lasten von Minderheitsaktionären zu erzielen, indem sie Ressourcen des Unternehmens zu ihrem Vorteil verwenden.

<sup>47</sup> Dies zeigte sich im Falle der Lufthansa. Das Aufsichtsratsmitglied *Bsirske*, ver.di, rief zum Streik auf obwohl er als Aufsichtsratsmitglied dazu angehalten ist, Gefahren zu Lasten des Unternehmens anzuwenden. Vgl. Süddeutsche.de vom 29.07.2008, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/175/304152/text/>.

<sup>48</sup> Vgl. hierzu *Frick/Lehmann*, 2005, und die dort angegebene Literatur.

<sup>49</sup> Vgl. *Sadowski*, 2002, S. 286. Um den Einfluss der Mitbestimmung abzubilden, werden Event-Studien durchgeführt, die das In-Kraft-Treten von Gesetzen oder Gerichtsurteilen als Ereignis heranziehen. Untersucht wird, ob sich Erfolgskriterien vor und nach Eintreten eines Ereignisses signifikant unterscheiden. Vor allem das In-Kraft-Treten des Betriebsverfassungsgesetzes im Mai des Jahres 1976 wurde mehrmals herangezogen. Dabei kann ein negativer Einfluss nicht abgestritten werden. Vgl. *Frick/Lehmann*, 2005.

<sup>50</sup> Vgl. hierzu *Leyens*, 2008.

Inwieweit solche Standards eine Bindungswirkung aufweisen (können) thematisiert *Christine Windbichler* in ihrem Beitrag. Insbesondere trägt sie in ihrem Beitrag dem Trade-off zwischen einer mangelhaften oder übermäßigen Bindungswirkung Rechnung. In Anlehnung an ihren Beitrag sollen nachfolgend die „...intendierten und die tatsächlichen Wirkungen...“<sup>51</sup> betrachtet werden.

## II. Bindungswirkungen von Standards

In ihrem Beitrag weist *Christine Windbichler* darauf hin, dass unter dem Begriff Standards in der Literatur nahezu alles subsumiert wird, was als regelhaft betrachtet wird aber kein zwingendes Recht darstellt. So stellt der Begriff „Standard“ keinen fest umrissenen Rechtsbegriff dar, der weitgehend Kontextabhängig interpretiert und aufgefasst wird.<sup>52</sup> Mit ihrer Systematisierung von „Standards“ trägt *Windbichler* zur Transparenz bei und hilft durch ihre Abgrenzung den Begriff für die akademische Forschung greifbarer zu gestalten. Dabei unterscheidet sie zwischen internen und externen Regelwerken sowie deren Ursprung durch die intendierten Standardsetter. In den Funktionen und Wirkungsweisen von Standards unterscheidet *Windbichler* nach deren Signalfunktion, deren Funktion als Compliance-Instrument, deren Funktion im Rahmen von Anreizsystemen, deren Wirkung als Benchmarks, deren Möglichkeit als Experimentierfeld sowie deren Wirkung als Normersatz.

### a) Die Signalfunktion von Standards

Standards können, so *Windbichler*, als Signal nach innen und außen fungieren. Hierzu zählen Standards, die nicht unbedingt einen materiellen Inhalt haben, wie Teile des DCGK, die lediglich im Interesse eines besseren Verständnisses Vorschriften des Aktienrechtes wiedergeben sollen. Etwas unklar bleibt, was eigentlich unter der Signalwirkung von Standards zu verstehen ist. Hier ist die Ökonomie sehr präzise: Signale dienen zur Koordination zwischen Parteien unter Vorliegen privater Information (asymmetrischer Informationsverteilung). Die informierte Partei – hier das Unternehmen – besitzt private Informationen, welche für die uninformierte Partei – nehmen wir an der Kapitalmarkt – von Interesse sind. Aufgrund der asymmetrischen Information zwischen beiden Parteien besteht eine Situation, die sich für beide Parteien verbessern würde, wenn die Informationsasymmetrie abgebaut werden würde. Hierzu können beide Parteien von sich aus einen Anreiz haben, Kosten aufzuwenden, um diese Informationsasymmetrie abzubauen – so lange der dadurch induzierte (erwartete) Nutzen, die Kosten des Abbaus der asymmetrischen Information mindestens kompensiert<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Vgl. *Windbichler*, 2009, S. xxx

<sup>52</sup> *Spindler* verwendet, ebenfalls in Ermangelung einer einheitlichen Terminologie, den Begriff des Expertenrechts, indem Standards nicht vom parlamentarischen Gesetzgeber erlassen werden sondern Verhaltensmaßstäbe bezeichnen, an denen sich die Praxis im eigenen Interesse orientieren sollte. Vgl. *Spindler*, Bindungswirkung von Standards im Kapitalmarktrecht, in: Möllers, (Hrsg.), ....

<sup>53</sup> Im Falle der als benachteiligten Kleinaktionäre oder der Mitarbeiter, wie *Windbichler* anhand des MitbestG 1976 dokumentiert, kann der Staat tätig werden, da die Kosten für den einzelnen Arbeitnehmer prohibitiv hoch sein können.

Anders, wenn die Partei, die über private Informationen verfügt, einen Anreiz hat, dies (glaubhaft) der Gegenpartei zu kommunizieren. Eine Möglichkeit besteht darin, ein Signal auszusenden. Unter einem Signal soll etwas „Sichtbares“ (das Signal) auf etwas „Unsichtbares“ (die Qualität des Management, der tatsächlichen Bedeutung von *human resources* für das Unternehmen...) geschlossen werden. Das Problem besteht darin, dass dies zu einem opportunistischen Verhalten führen kann, da auch eine Partei mit schlechter Qualität signalisieren könnte, von guter Qualität zu sein. In einem „Signal-Gleichgewicht“ können nun die uninformierten Marktteilnehmer aufgrund der Kosten der Signalerstellung zwischen den Qualitäten diskriminieren. Im Gleichgewicht, das zur Koordinierung der Marktteilnehmer führt (Management ist von guter Qualität – Mitarbeiter und Kapitalmarkt bevorzugen dieses Unternehmen), ist das Signal mit Kosten verbunden, die für ein Unternehmen/Management mit schlechter Qualität prohibitiv hoch sind – und nur gute Unternehmen Signalkosten aufwenden.<sup>54</sup> Die Logik besteht darin, dass die Kosten des Signals sich im Nachhinein als versunken erweisen, sollte die Partei „gelogen“ haben. Im Gegensatz zu Signalen, deren Erstellung mit Kosten verbunden ist, kann auch eine Koordination ohne Signalkosten entstehen. In diesem Fall spricht man von einem „Cheap-Talk“-Gleichgewicht. Lügt die informierte Partei, so ist dies nicht mit versunkenen Kosten verbunden, bzw. es werden keine Kosten aufgewendet.<sup>55</sup>

Fraglich ist, ob Standards im ökonomischen Sinne eine Signalfunktion darstellen (können), oder eher einen Cheap-Talk Charakter aufweisen. *Windbichler* stellt einen schönen Beispiel dar: Die Berufung eines Vorstandsmitgliedes für Datenschutz bei der Deutschen Telekom AG. Die Führung der Deutschen Telekom AG strebt damit sicher an, ein „Signal“ setzen zu wollen. Inwieweit von diesem Signal auf die tatsächliche Qualität geschlossen werden kann, bleibt fraglich. Ein großer Teil der Standards, wie interne Kodizes, Mission&Vision Statements oder auch Teile des DCGK würden aus Sicht eines Ökonomen lediglich den Charakter von Cheap-Talk aufweisen: Sie können zu einem Abbau der asymmetrischen Information und zur Koordination der Parteien beitragen – oder auch nicht.

Stellen Standards eine Signalfunktion zur Koordination der Interessen dar, indem die Verfolgung und Anwendung derselben zu einem Trenngleichgewicht führt? Ein Trenngleichgewicht in dem Sinne, dass Kapitalmarktteilnehmer Unternehmen guter von schlechter Qualität unterscheiden können? Wohl eher nicht. Sie stellen bestenfalls, wie Spindler es ausdrückt, einen Orientierungsrahmen für die Marktteilnehmer dar.<sup>56</sup> Einen Orientierungsrahmen, der „in der Regel eingehalten wird“<sup>57</sup>, ohne dass eine staatliche Durchsetzung gewährleistet ist bzw. eine Nichteinhaltung mit juristischen Konsequenzen zwangsläufig erfolgen muss.<sup>58</sup> Im Falle eines Signalgleichgewichtes – im ökonomischen

---

<sup>54</sup> Eine grundlegende Arbeit hierzu stellt *Spence* dar, der dafür 2001 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt (zusammen mit *George Akerlof* und *Joseph Stiglitz*), vgl. *Spence*, Job Market Signaling, *Quarterly Journal of Economics*, 87, 1973, 296-332.

<sup>55</sup> Vgl. *Lehmann*, Cheap Talk, in *Diller* (Hrsg.): *Vahlens Großes Marketinglexikon*, 2002, S. 215f. Die grundlegende Arbeit hierzu stammt von *Crawford/Sobel*, *Strategic Information Transmission*, *Econometrica*, 1982, 1431-1451.

<sup>56</sup> Vgl. *Spindler* (2009), S. 1

<sup>57</sup> *Spindler*, (2009), S. 1

<sup>58</sup> Im Rahmen der Bindungswirkung von Standards wird per se davon ausgegangen, dass diese grundsätzlich zu einer „guten Unternehmensführung und –überwachung“ beitragen. Die Nichteinhaltung von Standards – wie die

Kontext – würde die Nichteinhaltung von Standards als ein Signal für das Unternehmen selbst mit so hohen Kosten in Form von sunk costs verbunden sein, dass ein Eigeninteresse in der Einhaltung und Befolgung besteht.<sup>59</sup>

Standards stellen in diesem Kontext eher ein Instrument zur Koordination der Marktteilnehmer im Sinne eines „Cheap-Talk“-Gleichgewichtes dar.<sup>60</sup> Sie setzen dann im Sinne *Windbichlers* Schwerpunkte in Form von Aufmerksamkeitseffekten. Glauben die Marktteilnehmer den Aussagen der Unternehmen hinsichtlich der Verfolgung von Standards, so setzt eine Bindungswirkung in dem Sinne ein, dass ein „Cheap-Talk“-Gleichgewicht erfolgt. Die Marktteilnehmer stellen sich durch die Existenz von Standards – auch wenn diese keine Signalfunktion aussenden – besser als im Falle der Nichtexistenz von Standards. In diesem Sinne können Standards als „Fokalfunkte“ interpretiert werden.<sup>61</sup> Als derartige Fokalfunkte lassen sich die von *Windbichler* genannten Standards wie Gepflogenheiten, Geschäftspraktiken und ähnliches subsumieren, die von den Marktteilnehmern eine Erwartungshaltung hervorrufen.<sup>62</sup>

## b) Standards als Instrumente der Compliance

Eine ähnliche Diskussion über die Signalwirkung von Standards lässt sich in deren Funktion als Instrumente der Compliance führen. Unter Corporate Compliance kann, in Anlehnung an *Kort*, das Handeln in Übereinstimmung mit geltendem Recht, Regeln oder Gesetzen verstanden werden.<sup>63</sup> Während – nach *Windbichler* – Standards eine Signalfunktion nach außen darstellen, weisen Compliance-Instrumente eine interne Koordinationsfunktion auf. Standards weisen demnach eine institutionelle und funktionale Komponente auf. Die institutionelle Komponente liegt darin, dass Standards

---

vierteljährliche Berichterstattung, oder der Fall von Abfindungszahlungen – kann durchaus im Sinne einer „guten Unternehmensführung“ vereinbar sein. Im Weiteren soll hier davon ausgegangen werden, dass die Einhaltung von Standards zur Verbesserung einer „guten Unternehmensführung und –überwachung“ beitragen.

<sup>59</sup> Auch *Theisen* zweifelt die Bindungswirkung von Standards im Konfliktfalle an. Er argumentiert mit einer unzureichenden „Kodex-Kultur“ insbesondere deutscher Unternehmen (und deren Manager). Vgl. *Theisen* (2008), S. 24.

<sup>60</sup> Der Begriff des „Cheap-Talk“ mag Nicht-Ökonomen negativ erscheinen, zumal die deutsche Übersetzung als „billiges Geschwätz“ wenig schmeichelhaft klingt. Dabei stellt ein Cheap-Talk Gleichgewicht ein Lösungskonzept dar, das Marktteilnehmer durchaus besser stellen kann.

<sup>61</sup> Vgl. hierzu *Lehmann*, Fokalfunkttheorie, in *Diller* (o. Fußn. 65), S. 484f. Das Konzept der Fokalfunkte geht auf den Beitrag von Schelling (1960, insbes. S. 54-58) zurück. Fokalfunkte können in Situationsstrukturen mit mehreren Gleichgewichtslösungen zu einer Koordination der Marktteilnehmer führen. Die Koordination erfolgt dabei auf die Festlegung von Fokalfunkten als anerkannte Normen und Verhaltensweisen aus einem historisch – kulturellen Kontext heraus. Die Marktteilnehmer weisen dabei aufgrund ihrer Lebensgeschichte eine psychische und kulturelle Prägung auf, die bestimmte Gleichgewichtslösungen als plausibler erscheinen lassen. Die Rückbesinnung auf des „guten Kaufmanns Brauchs“ kann so einen Fokalfunkt darstellen – wenngleich ein solcher Fokalfunkt keinen Garant für die Koordination im Konfliktfall darstellt. Vgl. hierzu auch *Becker*, Herkunft moderner Wirtschaftsstandards, in: Möllers (Hrsg.), 2008, S. 247-261.

<sup>62</sup> Ohne den Begriff des Fokalfunkt zu erwähnen greift *Windbichler* in diesem Zusammenhang ein ideales Beispiel auf: Die Empörung der Marktteilnehmer über die Deutsche Bank AG, die eine Nachrang-Anleihe nicht vorzeitig – wie von den Marktteilnehmern als Gepflogenheit erwartet – kündigte und einlöste.

<sup>63</sup> Vgl. *Kort*, Verhaltensstandardisierung durch Corporate Compliance, NZG 2008, 81.

als Organisationsmaßnahme verstanden werden können, um geltendes Recht, Regeln oder Gepflogenheiten intern umzusetzen, sowie als Institution zur Überwachung und Einhaltung derselben dienen. *Windbichler* greift hier das Beispiel der Institutionalisierung eines CCO (chief compliance officer) auf und die Generierung und Verabschiedung interner *codes of ethics*. Auch *Kort* sieht in dieser institutionellen Komponente eine Voraussetzung für eine „...nachhaltige, risiko- und wertorientierte, ethische und regelkonforme Unternehmensführung“<sup>64</sup>. Damit einher geht die funktionelle Dimension von Standards im Rahmen der Corporate Compliance, die zu einer Koordination der Marktteilnehmer beiträgt, indem sie nach aussen zur Verdeutlichung beitragen kann, ob und inwiefern die Unternehmensleitung die betreffenden Vorschriften ernst nimmt.<sup>65</sup>

Die Wirksamkeit von Standards als Instrumente der Compliance sieht auch *Windbichler* kritisch. So, wenn sie vom „einbläuen“ der *codes of ethics* bei den Mitarbeitern spricht. So stellt die Institutionalisierung eines CCO sicher eine Maßnahme dar, um einerseits Aktivitäten im Rahmen der Compliance in einer hierarchischen Position zu bündeln und zu verantworten. Andererseits kann dadurch nur ein reiner Aufmerksamkeitsaspekt erzielt werden.

Zweifelsohne können Standards als Instrumente der Corporate Compliance nicht nur zu einer Verbesserung der Umsetzung und internen Überwachung des geltenden Rechts und Vorschriften beitragen, sondern auch zu einer verbesserten Transparenz und Vergleichbarkeit von Unternehmen aus Sicht der Marktteilnehmer führen. Ob und inwieweit sich Standards – und welche – als Instrumente der Corporate Compliance bewähren, wird sich erst im Konfliktfall herausstellen. Dann, wenn ein Unternehmen durch die Selbstbindung an interne Regeln einen Nachteil in Kauf nimmt – und inwieweit sich dieser als Wettbewerbsnachteil im internationalen Geschäft auswirken kann.

### c) Anreizsysteme und „Tone at the Top“

“Tone at the Top” – oder das Verhalten der Führungsebene, bezeichnet die Grundeinstellung der Unternehmensspitze. Gemeint ist, dass sich Organisationen und die darin interagierenden Individuen letztendlich so verhalten, wie es die Unternehmensführung vorlebt. Dass diese Einstellung nicht (immer) mit den Grundsätzen eines „ehrbaren Kaufmanns“ übereinstimmen, zeigt sich am Regulierungsbedarf durch den Gesetzgeber. So weist *Windbichler* auf die Qualitätskontrolle für Wirtschaftsprüfer (§ 57a WPO) hin: Nur wenn die Leitung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft qualitätsorientiert ist, kann die gesamte Prüfungsgesellschaft qualitätsvolle Arbeit leisten<sup>66</sup>. Oder: Auch in Wirtschaftsunternehmen jedweder Branche kann von den

---

<sup>64</sup> Vgl. *Kort*, NZG 2008, S. 81.

<sup>65</sup> Vgl. hierzu *Lehmann*, Corporate Governance, Compliance & Crime, in: *Rotsch*, Th. (Hrsg). Wissenschaftliche und praktische Aspekte der nationalen und internationalen Compliance-Diskussion, Nomos: Baden-Baden, (2011), S. 43-61.

<sup>66</sup> Eigentlich müsste davon ausgegangen werden, dass eine qualitätsorientierte Einstellung eine Bedingung „sine qua non“ für Prüfungsgesellschaften darstellt. Das Beispiel von Arthur Anderson im Falle Enron hat letztendlich jeden davon überzeugt, dass man einerseits auch Reputation aufs Spiel setzt, wenn der Einsatz lohnenswert scheint und andererseits, dass „Mission&Vission“ letztendlich nur Cheap Talk sind.

Organisationsebenen unterhalb der Geschäftsleitung nichts anderes erwartet werden als die Geschäftsleitung vorgibt<sup>67</sup>.

Aus Sicht der Corporate Governance stellt der „Tone at the Top“ ein wesentliches Kriterium dar. Letztendlich bestimmt die Grundeinstellung des CEO das Verhalten und Handeln der gesamten Organisation. Leider bleibt der Beitrag an dieser wesentlichen Stelle sehr kurz gehalten. Auf die Bedeutung von Anreizsystemen in diesem Zusammenhang, wie im Titel erwähnt, wird kaum eingegangen. Lediglich im vorhergehenden Unterkapitel (Compliance-Instrument) findet sich ein Hinweis, dass erfolgsorientierte Anreizsysteme nicht ohne weiteres mit Gesetzestreue kompatibel sind. Stattdessen verweist *Windbichler* auf *Sadowski*, dass unter Anreize nicht nur monetäre Äquivalente zählen sondern vor allem Reputation, Prestige, Vertrauen, Karrierechancen und Stolz auf gelöste Probleme<sup>68</sup>.

In der Tat bringen Anreizsysteme – monetäre und nichtmonetäre - die Grundeinstellung des Top Managements am besten nach Außen zum Ausdruck. Überbordende Gehalts- und Abfindungszahlungen trotz einer miserablen Leistung des Unternehmens manifestieren die Einstellung der Top Manager im Nachhinein. Die von *Sadowski* aufgezählten Elemente wie Reputation und Prestige, stellen hingegen ein Element der Anreizstruktur dar, welches das Top Management in nicht unerheblichem Maße zur Ausnutzung des Handlungsspielraums zum individuellen Nutzen verleitet. Hierzu zählen Investitionen in bloße Größe<sup>69</sup> oder in prestigeträchtige Branchen. Insofern wären Ausführungen seitens der rechtswissenschaftlichen Forschungsrichtung hinsichtlich der Art und Weise von Anreizsystemen im Zusammenhang mit dem „Tone at the Top“ interessant gewesen.

In diesem Zusammenhang hätte ich gerne auch eine Gegenthese aufgestellt, den „*Tone at the Bottom*“. Zwar fehlt der breiten Öffentlichkeit die Macht, über derartige Ressourcen zu entscheiden und damit einen solchen Einfluss auf Organisationen sämtlicher Art zu nehmen, wie das Management „at the Top“. Nicht zuletzt führt die Nachfrage aller Marktteilnehmer nach einer Rendite über dem risikolosen Kapitalmarktzins zu Handlungen, die mit einem höheren Risiko verbunden sind. Anleger verhalten sich folglich ebenso „eigennützig“ wie auch Arbeitnehmer versuchen, wenn auch ebenfalls beschränkt in ihrem Entscheidungsspielraum, einen möglichst hohen individuellen Nutzen am Arbeitsplatz zu erzielen. Die von *Windbichler* angesprochenen fehlenden kulturellen Elemente „auch in der Form fehlender Kultur“<sup>70</sup> dürften auf alle Gesellschaftsebenen zutreffen – oder auf alle Individuen, unabhängig davon, ob sie in einer Markt- oder eher Planwirtschaft leben.

---

<sup>67</sup> *Windbichler*, 2009, S. 10.

<sup>68</sup> *Sadowski*, Personalökonomie und Arbeitspolitik, 2002, S. 109ff, zit. bei *Windbichler*, 2009, S. 10.

<sup>69</sup> Hierzu kann die Vision des ehemaligen CEO von DaimlerChrysler, *Schrempp* gerechnet werden, der unter allen Umständen die Nummer eins im Automobilbereich sein wollte, deswegen mit dem kranken US-Automobilhersteller Chrysler fusionierte, und anschließend sein Einkommen signifikant erhöhte (oder erhöhen ließ).

<sup>70</sup> *Windbichler*, 2009, S. 11

Dass sich letztendlich eine nachhaltige Verhaltensänderung nur über eine Änderung in der Gesellschaft vonstatten geht belegt die Nachfrage nach Anlageformen in „Öko“-oder so genannten „Alternativen“-Unternehmen (vgl. nächstes Unterkapitel).

#### **d) Standards als Benchmark**

Benchmarks dienen zur vergleichenden internen und externen Analyse anhand von Referenzwerten. Standards könnten dabei die Funktion von Referenzwerten darstellen. In dieser Funktion dienen sie zur Erhöhung der Transparenz für die Marktteilnehmer.

Als Beispiel nennt *Windbichler* den UN Global Compact, Erklärungen der ILO oder die Rio-Erklärung über Umwelt und Entwicklung. Die Teilnahme erfordert meist eine schriftliche Erklärung des CEO, eine Registrierung mit Unternehmensdaten einen jährlichen Fortschrittsbericht sowie, nicht zu vergessen, einen Mitgliedsbeitrag. Die Teilnahme, so *Windbichler* am Beispiel der *Allianz SE*, wäre mit attraktiven Effekten verbunden, der die Mühe kompensiert. Wie zu Recht angemerkt, ist die Teilnahme mit Selektionseffekten verbunden. Allerdings – wie oben bei der Signalwirkung erörtert – dürften sowohl Unternehmen guter als auch schlechter Qualität einen solchen Anreizeffekt haben. Eine letztendliche Evaluation kann nur im Ex-post Fall erfolgen: Nach einem Konfliktfall! Insofern spricht auch *Windbichler* von einer externen (Werbe-)Wirksamkeit.

Als zweites Beispiel für Standards als Benchmark erwähnt *Windbichler* die Wirkung von Indices, wie dem *Dow Jones Sustainability Index*<sup>71</sup>. Das zunehmende Interesse breiter Bevölkerungsschichten an derartigen Anlageobjekten zwingt die Unternehmen zur Einhaltung von Standards. Ein Delisting von Indices ist, meist, mit einem Verlust an Refinanzierungsmöglichkeiten verbunden bzw. mit höheren Kapitalkosten<sup>72</sup>.

Standards als Referenzmaßstäbe sind insofern zu begrüßen, als sie von den Marktteilnehmern meist selbst generiert und etabliert werden.

#### **e) Experimentierfeld**

Unter dem Stichwort „Experimentierfeld“ erläutert *Windbichler* die Möglichkeit Richtlinien in Codices wie den DCGK oder EU-Empfehlungen hinsichtlich ihrer Wirkungen zu „testen“. Dies insbesondere, wenn ein gewisser Steuerungsbedarf

---

<sup>71</sup> Mit der Gründung des Dow Jones Sustainability Index (DJSI) im Jahre 1999 wurde dem Interesse der Investoren, auch soziale und ökologische Überlegungen in ihre Anlageentscheidung mit einfließen zu lassen, Rechnung getragen. Im Gegensatz zu anderen „Öko“-Indizes liegt ein Vorteil des DJSI in der Vergleichbarkeit (Benchmarking) zu traditionellen Indices wie dem Dow Jones Global Index (DJGI). Allerdings wird die Ausrichtung des DJSI in seiner Zusammensetzung stark kritisiert. So nehmen ökologische Kriterien bei der Firmenauswahl lediglich 3% und soziale Kriterien 22% ein. Den größten Teil der Aufnahmekriterien nehmen die Attraktivität der Branche und Kennzahlen der Unternehmen ein. Zudem handelt es sich bei den ausgewählten Unternehmen maßgeblich um die größten ihrer Branche – kleiner und mittlere Unternehmen mit einem stärkeren Fokus auf Nachhaltigkeit, soziale und ökologische Aspekte bleiben außen vor.

<sup>72</sup>Vgl hierzu auch *Audretsch/Lehmann*, *The Neuer Market as an Institution of Creation and Destruction*, *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2009,

vorhanden ist – wie bei der Vorstandsvergütung – aber weder eine klare Vorstellung noch hinreichend Erfahrung besteht, wie eine bindende Regulierung auszusehen hat und welche Anreizeffekte diese wiederum mit sich führt.

Als Beispiel wird die Offenlegung von Vorstandsbezügen gewählt. So empfahl zunächst der DCGK die individualisierte Offenlegung. Während die betroffenen börsennotierten Gesellschaften nur zögerlich dieser Richtlinie folgten, verabschiedete der Gesetzgeber im Jahre 2005 das VorStOG.

Treffend kritisiert *Windbichler* die scheinbare Lösung des Governance-Problems durch die Publizität der Gehälter. Anscheinend sollte durch die Transparenz der Gehaltszahlungen und der Komponenten eine ausgewogene Vergütungsfindung ohne Selbstbedienungseffekte erzielt werden. Erstens zeigen die Beispiele aus den USA, dass trotz Transparenz der Gehälter die „Ungewogenheit“ der Vergütungsfindung weder abgenommen noch die „Selbstbedienungsmentalität“ abgeschwächt wurde. So kann fast ein gegenteiliger Effekt konstatiert werden: Ein Prestigekampf um die höchsten Jahresgehälter und irrwitzigsten Bonizahlungen.

Als eine Ursache für die zögerliche Offenlegung nennt *Windbichler* die Überforderung von Aufsichtsräten in Fragen der Gestaltung von Vorstandsverträgen. Neben mangelnden Fähigkeiten dürften aber auch Heterogenitäten der Interessen eine Rolle spielen. Der Aufsichtsrat in Deutschland stellt weniger ein Instrument der Kontrolle und Überwachung denn ein Ort des Austauschs von Interessen der Stakeholder dar. Dies betrifft insbesondere die Vertreter der Banken, der Großaktionäre und der Arbeitnehmer. Die Höhe und Art der Vergütung spiegelt dabei sowohl den Machtanspruch des CEO wieder als auch den der vertretenen Gruppen<sup>73</sup>.

Dabei eignen sich gerade Vorstandsbezüge ideal als Experimentierfeld – für Ökonomen<sup>74</sup>. Diese sehen unter anderem eine Ausrichtung der Vorstandsbezüge an der Konkurrenz oder einer „Benchmark“ vor. Dies würde einerseits den CEO belohnen, wenn er besser als die Konkurrenz abschneidet (ihm also auch im Misserfolgsfall Bonizahlungen garantieren – wenn die Benchmark überschritten ist) andererseits den CEO vor einem „exogenen“ Risiko schützen (einer nicht selbst zu verantworteten Finanzkrise). Allerdings – und das zeigen Ergebnisse aus den USA – sind Top Manager gegenüber solchen Verträgen sehr abgeneigt. Eine Zustimmung zu solchen Verträgen findet sich nur, wenn die Benchmark selbst gewählt wird (und nachverhandelt werden kann) oder wenn die Benchmark mit Sicherheit überschritten ist. Hier sind verstärkt unabhängige

---

<sup>73</sup> Vgl. hierzu *Lehmann*, Zusammensetzung und Größe von Aufsichtsräten: Evidenz aus den USA und Implikationen für Deutschland, in *Möllers* (Hrsg.), Standardisierung durch Markt und Recht, 2008, S. 177-189, sowie *Kort*, Standardisierung durch Corporate Governance-Regeln: Rechtliche Vorgaben für die Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats, in *Möllers* (Hrsg.), (s.o.), 2008, S. 137-175.

<sup>74</sup> In Deutschland trug insbesondere *Schwalbach* mit seinen empirischen Analysen zu einem Erkenntnisgewinn bei. Allerdings konnte er anstelle der detaillierten Einkommen der Vorstände nur auf die damals verfügbaren Daten der gesamten Vergütung des Vorstandes zurückgreifen. Vgl. *Schwalbach*, Entwicklung der Managervergütung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 51, 1999, 592-602; *Schwalbach*, Strategic Change, Multi-Task Managers and Executive Compensation, Schmalenbachs Business Review 53, 2001, 102-116, *Schwalbach/Graßhoff*, Managervergütung und Unternehmenserfolg, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67, 1997, 203-217. Aktuelle Ergebnisse bieten *Wolff/Rapp*, Determinanten der Vorstandsvergütung in deutschen Aktiengesellschaften, German Working papers in Law and Economics, 2008, paper 4. [www.bepress.com/gwp](http://www.bepress.com/gwp).

Aufsichtsräte gefordert, welche die Vergütungspraxis vor allem auch hinsichtlich der gewünschten Anreiz- und Selektionswirkung verstehen.

Neben der Offenlegung der Vorstandsvergütung im speziellen Fall eignen sich Codices wie der DCGK im allgemeinen Fall als „Experimentierfeld“. Als Problem weist *Windbichler* auf die Überprüfung der Einhaltung des DCGK hin, die meist nur in Form eines „Abhakens“ der einzelnen Kriterien erfolgt.

Auch die Frage, ob und inwieweit sich die Verfolgung von Standards oder Codizes auf den Erfolg oder Misserfolg von Unternehmen auswirkt, bleibt bislang unbeantwortet. Im Vordergrund der theoretischen und empirischen Forschung in diesem Bereich steht der Zusammenhang zwischen der Höhe der Kapitalkosten und der Bereitschaft von Unternehmen, sich „regelkonform“ zu Verhalten und zum Abbau von Informationsasymmetrien über „Disclosure“ beizutragen. In zahlreichen empirischen Studien wurde dem großen Interesse über den Zusammenhang von „Soft law“ und Kapitalkosten Rechnung getragen. Insbesondere wurde empirisch untersucht, ob ein Zusammenhang zwischen der Bereitschaft zur Veröffentlichung von Informationen im Rahmen der Einhaltung von „Codizes“ einerseits und den Kapitalkosten andererseits beobachtet werden kann. In der Tat findet sich in vielen Studien ein solcher Zusammenhang, der von den Autoren als Beleg für die positive Auswirkung eines „Corporate Governance Codex“ belegt wird. Allerdings weisen diese Studien sowohl ein Endogenitäts- und Kausalitätsproblem auf: Wirkt sich die Berichterstattung positiv auf die Kapitalkosten aus oder erfolgt die Kausalität auf umgekehrte Richtung? Als erste ernst zu nehmende Studie scheinen *Leuz* und *Schrand*<sup>75</sup> dieses Problem gelöst zu haben. So belegen sie einerseits, dass ein höheres Maß an „Disclosure“ tatsächlich mit geringeren Kapitalkosten korreliert. Die Kausalität jedoch in umgekehrter Richtung erfolgt: Erst die gestiegenen Kapitalkosten - auch als Proxy für Kapitalmarktrestriktionen – zwingt Unternehmen zu einem konformen Verhalten.

#### **f) Standards als Normersatz**

Können Standards als Normersatz dienen und welche Konsequenzen sind damit verbunden? In diesem kurzen Unterkapitel gibt *Windbichler* den Trade-off von Regelungen, wie sie Ökonomen sehen, aus der juristischen Sichtweise wieder.

Erstens, die Kosten des Trade-offs zwischen einer Einschränkung des unternehmerischen Handlungsspielraums und der gewünschten Beschneidung des Spielraums. Eine detaillierte Ausdifferenzierung des zwingenden Rechts kann Manager in ihrem Handlungsspielraum derart beeinflussen, dass nur noch Projekte mit geringerem Risiko und folglich geringerem erwarteten Ertrag durchgeführt werden. Als Gegenreaktion werden Überinvestitionen in die interne Kontrolle beobachtet, eine gestiegene Nachfrage

---

<sup>75</sup> Anstelle der üblichen cross-sectional regressions verwenden *Leuz* und *Schrand* ein natürliches Experiment (event study), indem sie den Fall des Energiekonzerns ENRON und die damit einhergehende Erhöhung der Kapitalkosten als Event betrachten. Vgl. *Leuz/Schrand*, Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from the Firms' responses to the ENRON Shock, 2009, Chicago Booth School of Management, working paper no. 08-26, download unter: <http://ssrn.com/abstract=1319646>

nach Versicherungsleistungen (D&O-Versicherungen) sowie Mehraufwendungen in der Attestierung von Abschlüssen. Den Trade-off zwischen einer hohen Spezialisierung einerseits und andererseits einer hinreichenden Flexibilität andererseits verdeutlicht *Windbichler* am Beispiel der Standards aus der Rechnungs- und Prüfungslegung – und wie der Gesetzgeber diesen Trade-off handhabt: Mit den „Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung“, die nicht weiter konkretisiert sind.

Zweitens, die Kosten der Entwicklung von Rechtsvorschriften und Standards. Während Standards vielfach „aus dem Markt heraus“ generiert werden – *Windbichler* spricht hier von Standardsetter – erfolgt das zwingende Recht meist über die Politik. Dabei sind aus einer ökonomischen Perspektive heraus Entwicklungen aus dem Markt heraus zu bevorzugen, da Marktteilnehmer einen höheren Informationsstand besitzen als Politiker. Andererseits besteht die Gefahr eines zu großen Einflusses machtpolitischer Interessen weniger Marktteilnehmer.

Dieser Abschnitt ist leider etwas zu kurz geraten – für Ökonomen wären die profunden Kenntnisse der Verfasserin sehr hilfreich gewesen, zumal *Windbichler* selbst die Forschungsfrage formuliert: Wie kommen Standards zustande, mit welchen Inhalten und mit welchen Anreiz- und Allokationsfunktionen sind diese verbunden.

### ***3. Folgerungen und Ausblick***

*Windbichler* schließt ihren Beitrag mit der Aufforderung an die eigene Science Community, Rechtswissenschaften auch als Sozialwissenschaften zu verstehen und sich mit Sitten, Gebräuchen und auch mit soft law zu beschäftigen und sich nicht nur auf „Recht“ als im engen Sinn der staatlich gesetzten Norm zu befassen. Dieser Aufforderung kann ich – insbesondere im Forschungsfeld der Corporate Governance – uneingeschränkt zustimmen: Gerade hier zeigt sich der große Einfluss des individuellen Verhaltens, der Bedeutung kultureller Hintergründe, Sitten und Gebräuche sowie die menschliche Neigung, zu einem kreativen Ausnutzen des gegebenen Handlungs- und Entscheidungsspielraumes. Ohne eine direkte Beschäftigung und Konfrontation mit diesen Gegebenheiten kann und wird man diesem Forschungsfeld – dessen Problem so alt ist wie die Menschheit – nicht gerecht. *Theissen* formuliert dies treffender: „Derartige außergesetzliche Vorgaben waren bis dahin – nicht nur unbekannt, sondern wurden von der Rechtswissenschaften wie –praxis ausnahmslos als mit der deutschen Rechtstradition unvereinbar abqualifiziert“<sup>76</sup>.

Insbesondere kann erst durch die Öffnung der Rechtswissenschaft hin zu den Sozialwissenschaften, wie der Ökonomie, erst ein Diskurs über taugliche Steuerungsmechanismen erfolgen. So zählt *Windbichler* selbst eine Vielzahl von Forschungsfragen auf, die sowohl aus rechts- als auch wirtschaftswissenschaftlicher Sicht von hohem Interesse sind und sowohl die Forschung als auch die Unternehmenspraxis bereichern. Hierzu zählen insbesondere die internen Kontroll- und

---

<sup>76</sup> *Theissen*, 2008, S. 23.

Risikomanagementsysteme, Fragen der Arbeitsweise von Vorstand und Aufsichtsrat sowie deren Zusammensetzung.

Gerade in letzterem Aspekt unterscheidet sich Deutschland erheblich von den USA, die vielfach als Leitbild in der Corporate Governance Forschung herangezogen werden. Dort konzentriert sich die Forschung aus juristischer und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht hauptsächlich auf den CEO: Aufgrund der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt, der systeminhärenten geringen Konzentration von Eigentumsanteilen bei Großaktionären sowie der mangelnden Repräsentanz von Interessensvertretern im Board genießt dieser einen Handlungsspielraum, den er diskretionär zu seinem Vorteil ausnutzen kann. Dies manifestiert sich vor allem in der Vergütung des Vorstandes oder CEO. Folglich konzentriert sich die Forschung fast ausschließlich darauf, wie der diskretionäre Handlungsspielraum eines CEO zu Gunsten der Interessen von Kleinaktionären beschränkt werden kann.

In Kontinentaleuropa, insbesondere in Deutschland, stellt jedoch nicht der CEO mit seinen Gehaltszahlungen und seinem Handlungsspielraum das primäre Problem im Rahmen der Corporate Governance dar – sondern Großaktionäre oder so genannte dominante Shareholder. Diese beeinflussen über ihre Aufsichtsratsmandate die Wahl des CEO, die eingeschlagene Strategie und sorgen direkt und indirekt zu einem Transfer von Ressourcen von den Minderheits- und Kleinaktionären hin zu ihnen hin<sup>77</sup> - allgemein als „Tunneling“ bezeichnet<sup>78</sup>.

Hier könnten gemeinsame Forschungsanstrengungen – wie von *Windbichler* eingefordert – die Forschung international vorantreiben und in der Praxis einen Beitrag zum Schutz der Kleinaktionäre leisten. Insgesamt gibt der Beitrag von *Windbichler* Mut, dass Fragestellungen aus dem Bereich der Corporate Governance zukünftig verstärkt aus beiden Blickwinkeln heraus gemeinsam bearbeitet werden können.

---

<sup>77</sup> Vgl. hierzu für Deutschland *Lehmann/Warning/Weigand*, Governance Structures, Multidimensional Efficiency and Firm Profitability, *Journal of Management and Governance*, 2004, S. 279-304; für Europa *Enriques/Volpin*, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, *Journal of Economic Perspectives*, 2007, 117-140 oder *Dyck/Zingales*, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 2004, 537-600.

<sup>78</sup> Vgl. *Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, Tunneling, *American Economic Review (Papers&Proceedings)*, 2000, 22-27.