

Schmidt, Reinhard H.; Grohs, Stefanie

**Working Paper**

## Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa: ein Forschungsprogramm

Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 43

**Provided in Cooperation with:**

Faculty of Economics and Business Administration, Goethe University Frankfurt

*Suggested Citation:* Schmidt, Reinhard H.; Grohs, Stefanie (1999) : Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa: ein Forschungsprogramm, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 43, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Frankfurt a. M., <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30-16611>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/76906>

**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.*

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT  
FRANKFURT AM MAIN**

**FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN**

**Reinhard H. Schmidt/Stefanie Grohs**

**Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa -  
ein Forschungsprogramm**

**No. 43  
November 1999**



**WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING**



**Reinhard H. Schmidt/Stefanie Grohs\***

**Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa -  
ein Forschungsprogramm\*\***

**No. 43  
November 1999**

**ISSN 1434-3401**

---

\* Reinhard H. Schmidt ist Professor für internationales Bank- und Finanzwesen an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main, Stefanie Grohs ist dort wissenschaftliche Mitarbeiterin.

\*\* Dieser Beitrag ist im Rahmen des Forschungsprojekts "Angleichung der Finanzsysteme in Europa" entstanden, das von der deutschen Forschungsgemeinschaft als Teil des Forschungsschwerpunkts "Effiziente Gestaltung von Finanzsystemen und Finanzmärkten" gefördert wird. Unser Dank gilt der DFG, den Mitarbeitern an dem Projekt, Andreas Hackethal und Marcel Tyrell, und insbesondere Alexander Mann.

Erscheint in:"Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten der europäischen Harmonisierung",  
Sammelband zur Ringvorlesung, JCB Moor (Paul Siebeck), Tübingen, herausgegeben von Stefan  
Grundmann, 1999

# **Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa - ein Forschungsprogramm**

Reinhard H. Schmidt und Stefanie Grohs

## *Convergence of Financial Systems in Europe – A Research Programme*

### **Abstract**

This paper discusses whether, in which respects, and to what extent the corporate governance systems of Germany, the United Kingdom and France have already converged in the course of European economic integration, or are likely to converge in the foreseeable future. We present, and attempt to provide empirical support for, the proposition that, firstly, as far as legal and other regulation is concerned, a certain, though limited, degree of convergence is already visible today. Secondly, as far as the practice of corporate governance is concerned, there is less convergence; and thirdly, as far as the systemic properties of the national corporate governance systems are concerned, there is no convergence at all.

In order to support our proposition, we first develop a methodology for describing and analysing corporate governance systems and for identifying their systemic properties, and then apply this methodology to the corporate governance systems of the three countries.

The lack of systemic convergence so far seems to be due to the complementarity between the different elements of the respective national financial systems. The paper therefore concludes with the prediction that, if there is any substantial convergence of the corporate governance systems in Europe in the foreseeable future at all, it is not likely to be a smooth transition to a "middle of the road" position located somewhere between the present German and British corporate governance systems.

**Keywords:** Corporate governance, Convergence of financial systems; Corporate and securities laws

**JEL classification:** G34, K22, L22



# INHALTSVERZEICHNIS

- I. Einleitung
  - 1. Definitionen
  - 2. Problemstellung und Thesen
  - 3. Gang der Untersuchung
- II. Hintergrund und Methodik
  - 1. Theoretisch-methodischer Hintergrund
  - 2. Faktischer Hintergrund
- III. Corporate Governance in Deutschland
  - 1. Die Grundstruktur
  - 2. Stärken und Schwächen
  - 3. Aktuelle Entwicklungen
  - 4. Vorläufige Einschätzung
- IV. Corporate Governance in Großbritannien
  - 1. Die Grundstruktur
  - 2. Stärken und Schwächen
  - 3. Aktuelle Entwicklungen
  - 4. Vorläufige Einschätzung
- V. Corporate Governance in Frankreich
  - 1. Die Grundstruktur
  - 2. Stärken und Schwächen
  - 3. Aktuelle Entwicklungen
  - 4. Vorläufige Einschätzung
- VI. Zusammenfassung, Wertung und Ausblick
  - 1. Ist bisher eine Angleichung erfolgt?
  - 2. Ist eine Angleichung zu erwarten?

Literaturverzeichnis



## **I. Einleitung**

Aus dem weiten Spektrum ökonomisch relevanter Fragen, die die europäische Integration und das Gesellschaftsrecht verbinden, soll hier diejenige herausgegriffen werden, ob sich die nationalen Corporate-Governance-Systeme in den großen europäischen Volkswirtschaften Deutschlands, Frankreichs und Großbritanniens unter dem Einfluß der europäischen Integration bereits aneinander angeglichen haben und ob es demnächst zu einer solchen Angleichung kommen wird.

Unser Thema deckt nur einen Teil des Gesellschaftsrechts ab und geht zugleich hinsichtlich der angesprochenen rechtlichen Materie über das Gesellschaftsrecht hinaus, denn die Corporate Governance fügt sich nicht einfach in herkömmliche juristische Klassifikationen ein.<sup>1</sup> Unser Vorhaben unterscheidet sich aber vor allem dadurch von einer juristischen Behandlung des Themas, daß primär ökonomische Mechanismen und Zusammenhänge angesprochen werden.

Ökonomen betrachten die Corporate Governance im weiteren Kontext des Finanzsystems, denn das Corporate-Governance-System ist ein Teil des Finanzsystems eines Landes.<sup>2</sup> Die Fragen, wie unterschiedlich die nationalen Systeme der Corporate Governance waren, ehe zu Beginn der 80er Jahre der Prozeß der Angleichung in Europa einsetzte, wie unterschiedlich sie heute noch sind, wie sehr sie sich somit bereits angeglichen haben und wie ein möglicher Angleichungsprozeß weitergehen könnte, sind deshalb ein Teil der weiteren Frage nach der Angleichung der Finanzsysteme in Europa.<sup>3</sup> In diesem Beitrag konzentrieren wir uns aber nur auf Entwicklungen der 90er Jahre.

### **1. Definitionen**

Um die begrifflichen Grundlagen für die folgenden Ausführungen zu schaffen, empfiehlt es sich, die beiden Grundbegriffe unseres Themas zu definieren und zu erläutern.

Der erste Begriff ist der der *Corporate Governance*. Er bezeichnet *die Gesamtheit der Sachverhalte und Regelungen, die prägen, wie in (großen) Unternehmen die wesentlichen Entscheidungen getroffen werden.*

---

<sup>1</sup> Vgl. in diesem Sinne auch Kübler (1999), S.10.

<sup>2</sup> Vgl. dazu ausführlich Schmidt/Tyrell (1997).

<sup>3</sup> Einige hier relevante Ergebnisse dieses Projekts sind zu finden in Schmidt/Tyrell (1997), Schmidt/Hackethal/Tyrell (1999), Hackethal/Tyrell (1998) und Schmidt/Spindler (1999).

Zur Corporate Governance gehören die rechtlichen Regelungen über die Organisation der Unternehmensspitze. Die Unternehmensverfassung im juristischen Sinne stellt nur einen Teil - und je nach Land einen unterschiedlich kleinen Teil - der Unternehmensverfassung im ökonomischen Sinne dar, die wir hier konsequent mit dem Ausdruck Corporate Governance bezeichnen, um die Unterscheidung zu verdeutlichen und die ökonomische Perspektive zu betonen. Zur Corporate Governance gehören auch andere Teile des Gesellschaftsrechts wie beispielsweise das Recht der Rechnungslegung und der Publizität, sowie die Produktmärkte und die Kapital- und Arbeitsmärkte einschließlich ihrer rechtlichen Regelungen und schließlich die formale und faktische Unternehmensorganisation. Wie die Märkte und die Unternehmensorganisation interessieren rechtliche Regelungen hier nur hinsichtlich der von ihnen ausgehenden Verhaltensanreize und -beschränkungen für die Personen, die durch ihre Entscheidungen die Unternehmen steuern.

Unsere Definition von Corporate Governance ist weit und insofern durchaus europäisch; denn sie legt nahe zu thematisieren, welche Interessengruppen – im zeitgemäßen Sprachgebrauch auch "Stakeholder" – in welcher Weise und in welchem Ausmaß Unternehmensentscheidungen beeinflussen dürfen und können und faktisch beeinflussen. In weiten Teilen der amerikanischen Literatur wird Corporate Governance enger als die Gesamtheit der Regelungen und Sachverhalte verstanden, durch die sichergestellt werden soll, daß sich die Manager einer Großunternehmung an den Interessen der Aktionäre orientieren. Würde man sich von vornherein auf diese enge Definition einlassen, grenzte man viele der Aspekte aus, hinsichtlich derer sich Corporate-Governance-Systeme in Europa unterscheiden und möglicherweise angleichen.<sup>4</sup>

Unternehmen sind in zwei Hinsichten Teil des Finanzsystems und als solche mit dem Finanzsektor, dem Kern des Finanzsystems,<sup>5</sup> verbunden; zum einen dadurch, daß sie sich teilweise extern über Banken und Märkte finanzieren und selbst Geld anlegen, und zum anderen dadurch, daß die Art der Finanzierung und die Institutionen des Finanzsektors, also die Banken, die anderen Finanzintermediäre und der Kapitalmarkt, einen Einfluß darauf haben oder zumindest haben können, wie in Unternehmen wesentliche Entscheidungen getroffen werden.

---

<sup>4</sup> Stellvertretend für die umfangreiche amerikanische Literatur Shleifer/Vishny (1997). Die enge Definition findet sich dort auf S. 738. Beispiele für das weitere Verständnis von Corporate Governance sind aus Großbritannien Charkham (1994) mit einer weiten Definition der Corporate Governance auf S. 1, aus Frankreich Pezard/Thivaud (1997), insb. S. 7, und für Deutschland OECD (1995a), insb. S. 84.

<sup>5</sup> Zu einer entsprechend weit gefaßten Definition des Begriffs Finanzsystem und dem Verhältnis der Begriffe Finanzsektor und Finanzsystem vgl. Schmidt/Tyrell (1997), S. 84, und Papenfuß (1999), S. 14f.

Die zweite Definition betrifft den Begriff des *Systems*. Man kann vieles als ein System bezeichnen und die "Dinge", aus denen es sich zusammensetzt, seine Elemente nennen. Zweifellos sind nationale Corporate-Governance-Systeme in diesem Sinne Systeme. Hier wird der Begriff aber enger gefaßt. Er stellt darauf ab, wie sich die Elemente eines Systems zueinander verhalten:

Von einem *System* (im engeren Sinne) sprechen wir dann, *wenn die einzelnen Elemente komplementäre Ausprägungen annehmen können, d.h. wenn es Ausprägungen dieser Elemente gibt, die sich gegenseitig in ihren Auswirkungen hinsichtlich der Funktionsfähigkeit des Systems verstärken.*

*Ein konsistentes System ist eines, bei dem die Elemente tatsächlich komplementär zueinander sind - oder schlichter: wenn sie zueinander passen.*

## **2. Problemstellung und Thesen**

Wenn man über eine Angleichung von Corporate-Governance-Systemen spricht, empfiehlt es sich, drei Betrachtungsobjekte zu unterscheiden, hinsichtlich derer es zu einer Angleichung kommen kann:

- (1) die vor allem rechtliche Regelung der Einflußrechte und -möglichkeiten,
- (2) die Praxis der Corporate Governance und
- (3) die Systemcharakteristik im Sinne der speziellen Art des Zusammenwirkens der verschiedenen Elemente eines Corporate-Governance-Systems.

Alle drei Objekte gleichgewichtig zu bearbeiten, würde den Rahmen dieses Beitrags bei weitem sprengen. Wir werden im folgenden nur knapp auf die rechtlichen Regelungen und die Praxis der Corporate Governance eingehen, jedoch die Systemcharakteristik in den Vordergrund stellen und uns im wesentlichen darauf beschränken, die folgende These zu entwickeln und zu begründen:

*Es gibt - jedenfalls in Deutschland und Großbritannien - eine beträchtliche Angleichung bei den (rechtlichen) Regelungen, eine geringere Angleichung in der Praxis und nahezu überhaupt keine Angleichung der Systemcharakteristiken.*

Unser Vorhaben wirft ein methodisches Problem auf: Wie läßt sich eine so allgemeine These angesichts der unvermeidlichen Unbestimmtheit der zentralen Begriffe, der Komplexität der Zusammenhänge und der Vielfalt realer Phänomene überprüfen und belegen? Dieser Beitrag will nur Vorarbeiten leisten - dies aber sowohl in inhaltlicher als auch in methodischer Hinsicht. Wir

wollen zeigen, wie die relevanten Zusammenhänge strukturiert werden können und daß die Konzepte des Systems, der Komplementarität und der Konsistenz für die Beantwortung der Frage nach der Konvergenz der Corporate-Governance-Systeme fruchtbar sind.

### **3. Gang der Untersuchung**

Im Abschnitt II wird zuerst der theoretische und der methodische Hintergrund der Untersuchung vorgestellt, vor dem anschließend die jeweiligen nationalen Veränderungen beleuchtet werden. Dabei geht es um die Frage, wie man Corporate-Governance-Systeme klassifizieren und beschreiben kann. Als faktischer Hintergrund wird danach kurz angesprochen, auf welchen Gebieten es eine europaweite rechtliche Harmonisierung gibt, die zu einer Angleichung der nationalen Corporate-Governance-Systeme führen *kann*.

Die Abschnitte III bis V kennzeichnen die Corporate-Governance-Systeme in den drei großen europäischen Volkswirtschaften - Deutschland, Großbritannien und Frankreich - hinsichtlich ihrer wesentlichen Elemente und ihrer Grundstrukturen, ihrer spezifischen Stärken und Schwächen und ihrer Veränderungstendenzen.

Im Abschnitt VI führen wir zuerst die Einzelergebnisse für die drei Länder zusammen, um eine vorläufige Antwort auf die Frage zu geben, ob man bereits von einer Angleichung *der Systemcharakteristiken* sprechen kann und geben abschließend einen kurzen Ausblick auf mögliche zukünftige Angleichungsprozesse der Corporate Governance in Europa.

## **II. Hintergrund und Methodik**

### **1. Theoretisch-methodischer Hintergrund**

In der ökonomischen Literatur werden Finanzsysteme in bank- und kapitalmarktdominierte eingeteilt.<sup>6</sup> Da sich diese Klassifikation nicht unmittelbar auf Corporate-Governance-Systeme übertragen läßt, unterscheidet man hier zwischen Insider- und Outsider-Systemen.<sup>7</sup>

In einem "insider control system" beruht die Steuerung eines Unternehmens und die Kontrolle seines Managements im wesentlichen auf Mechanismen, die voraussetzen, daß es Akteure mit privilegierten Informations- und Einflußmöglichkeiten gibt, eben "Insider", die dem Unternehmensgeschehen nahestehen, ohne selbst Entscheidungsträger im Unternehmen zu sein.

---

<sup>6</sup> Vgl. Rybczinski (1974) und Berglöf (1990).

<sup>7</sup> Vgl. Franks/Mayer (1994).

Im "outsider control system" wird das Unternehmensverhalten im wesentlichen durch Mechanismen gesteuert, die voraussetzen, daß die letztlich durch ihr Verhalten die Unternehmen steuernden und das Management kontrollierenden Personen ein distanzierendes Verhältnis zu der Unternehmung, keine privilegierten Informationen und keinen direkten persönlichen Einfluß haben und insoweit als "Outsider" einzustufen sind.

Die Entsprechung zwischen bankdominierten Finanzsystemen und insider-gesteuerten Corporate-Governance-Systemen bzw. kapitalmarktdominierten Finanzsystemen und outsider-gesteuerten Corporate-Governance-Systemen ist offensichtlich und beabsichtigt: Ein bankdominiertes bzw. ein kapitalmarktdominiertes Finanzsystem und ein insider-gesteuertes bzw. ein outsider-gesteuertes Corporate-Governance-System passen unter dem Aspekt der Funktionalität gut zusammen und sind auch empirisch oft zusammen anzutreffen.<sup>8</sup>

Das naheliegende Beispiel für ein bankdominiertes und insider-gesteuertes System ist das deutsche: In einem solchen System werden im Prinzip bzw. im Idealfall Entscheidungen durch eine intensive informelle Abstimmung zwischen gut informierten Vertretern verschiedener Interessengruppen und der Unternehmensspitze vorbereitet, und im Zuge dessen wird das Management kontrolliert und dazu angehalten, bei seinen Entscheidungen die Ziele der verschiedenen Interessengruppen zu berücksichtigen.

In einem kapitalmarktorientierten und outsider-gesteuerten System, wofür Großbritannien und die USA Beispiele darstellen, spielen anonyme Marktmechanismen die Hauptrolle: der Kapitalmarkt als Bewertungsinstanz, als Markt für Finanzierungsmittel und als Takeover-Markt bzw. Markt für Unternehmenskontrolle. Über diese Mechanismen werden öffentlich verfügbare Informationen genutzt und ein unpersönlicher Einfluß ausgeübt.<sup>9</sup>

Diese Klassifikation ist zwar griffig und im Prinzip sachgerecht, aber für das hier verfolgte Vorhaben muß sie weiter differenziert werden. Dabei ist zu fragen, wessen Interessen für Unternehmensentscheidungen eine Rolle spielen oder zumindest spielen sollten und welche Stakeholder möglicherweise Einfluß auf die Unternehmensentscheidungen ausüben können und welche Mechanismen in welcher Weise bestimmen, ob sie wirklich Einfluß ausüben und ob sich ihre Interessen durchsetzen, und welche institutionellen Merkmale die Funktionsweise dieser Mechanismen bestimmen. Erst die Kennzeichnung eines Corporate-Governance-Systems sowohl

---

<sup>8</sup> Vgl. Berglöf (1997a, 1997b).

<sup>9</sup> Vgl. dazu ausführlich Tyrell (1999).

anhand der Stakeholder als auch anhand der Wirkungsmechanismen erlaubt ein Urteil über eine eventuelle Angleichung der Systemcharakteristik. Zu den Stakeholdern zählen:

- die Eigentümer, die zusammen im juristischen Sinne die (Kapital-)Gesellschaft bilden,
- die Spitzenmanager und die (sonstigen) Mitarbeiter, die zusammen mit den Eigentümern "die Unternehmung" bilden, und möglicherweise
- nicht zur Unternehmung gehörende weitere Interessenten und Akteure wie die Banken und der Staat bzw. die – nicht juristisch verstandene – Gesellschaft.<sup>10</sup>

Bei der Kennzeichnung der Wirkungsmechanismen geht es darum, wie die Interessen der Stakeholder im Corporate-Governance-System eines Landes zur Geltung kommen. Eine mögliche Liste von Wirkungsmechanismen umfaßt die folgenden:

1. Eigentum und Eigentumsstruktur im Sinne der Identität der Eigentümer und ihrer rechtlichen Stellung sowie der Eigentumskonzentration und -verflechtung,
2. die juristische Unternehmensverfassung im Sinne der rechtlichen Regelungen der Struktur, Organisation und Funktion der Unternehmensspitze und deren praktische Umsetzung,
3. Einwirkungsmöglichkeiten von Arbeitnehmern oder wichtigen Arbeitnehmergruppen,
4. der Kapitalmarkt, einschließlich des Marktes für Unternehmenskontrolle,
5. die Beziehung zwischen Unternehmen einerseits und Banken, anderen Finanzintermediären und sonstigen Finanzgläubigern andererseits,
6. staatliche Kontrolle und/oder staatlicher Einfluß,
7. soziale und wirtschaftliche Netzwerke, in die die Unternehmen, Aufsichtsratsmitglieder und Spitzenmanager und andere wichtige Akteure eingebunden sind.

Die Wirkungsmechanismen sind teilweise nicht beobachtbar, so daß es notwendig ist, sie durch institutionelle Merkmale zu operationalisieren und zu approximieren. Zum Corporate-Governance-System eines Landes gehört mittelbar auch all das, was die Wirksamkeit der genannten Mechanismen - und damit auch die Rolle der Stakeholdergruppen in der Corporate Governance und indirekt die Durchsetzung ihrer Interessen - beeinflußt. Hier sind in erster Linie der Entwicklungsstand und die Regulierung des Bankensystems und des Kapitalmarktes, die

---

<sup>10</sup> In Übereinstimmung mit der Literatur stufen wir Personen, Personengruppen und Institutionen, deren Interessen durch Verträge und Gesetze als vollständig gesichert gelten können, nicht als Stakeholder ein.

Rechnungslegungsvorschriften und das Pensionssystem zu nennen.<sup>11</sup> Ihre Zugehörigkeit zum Corporate-Governance-System ist in der Literatur weitgehend anerkannt.<sup>12</sup>

Es empfiehlt sich, die für die Wirkungsmechanismen maßgeblichen institutionellen Merkmale zu Gruppen zusammenzufassen. Dabei kommen verschiedene Arten der Gruppenbildung in Betracht. In diesem Beitrag wird bei der Gruppierung danach unterschieden, wie wichtig Informationen, finanzielle Ansprüche, rechtliche Normen und gesellschaftliche Beziehungen für die Funktionsfähigkeit der Corporate Governance sind.<sup>13</sup>

Man kann bei der Analyse eines Corporate-Governance-Systems das Gewicht auf die Stakeholder legen und primär fragen, wessen Interessen sich durchsetzen und wie sich dies auf die Funktionsfähigkeit der Corporate Governance auswirkt, und ergänzend prüfen, aufgrund welcher Mechanismen sie sich durchsetzen. Oder man kann anders herum fragen, welche Mechanismen die Corporate Governance prägen, und ergänzend untersuchen, wessen Interessen sich durchsetzen, wenn diese Mechanismen wirken. Es gibt zwar Zusammenhänge zwischen den Stakeholdergruppen und den Mechanismen, aber sie sind sehr komplex und teilweise nicht so eng, wie man vermuten könnte. Hinzu kommt, daß auch zwischen den verschiedenen Stakeholdergruppen einerseits und zwischen den verschiedenen Mechanismen andererseits komplexe Zusammenhänge bestehen, die ihre Bedeutung für die Corporate Governance beeinflussen. Dadurch erweist es sich zumindest für unser Vorhaben als nötig, Corporate-Governance-Systeme sowohl anhand des Gewichts der Stakeholder als auch der Mechanismen und der institutionellen Merkmale zu kennzeichnen.

Ein konkretes Corporate-Governance-System ist eine *bestimmte* Konstellation von Ausprägungen der genannten Elemente oder Merkmale. Eine solche Konstellation ist aber mehr als eine Addition der Elemente oder Merkmale. Ob die Merkmalsausprägungen ein konsistentes System komplementärer Elemente bilden, ist aus mehreren Gründen für die folgenden Überlegungen wichtig:

(1) Konsistente Systeme sind wirtschaftlich vorteilhafter.

---

<sup>11</sup> Man kann noch weitergehen und beispielsweise das Rechtssystem, die geltenden sozialen Normen und vieles Andere, was mittelbar die Corporate Governance berührt, in die Betrachtung einbeziehen. Irgendwo wird ein solcher Regreß aber unfruchtbar.

<sup>12</sup> Zur Einbeziehung des Finanzsystems in Überlegungen zur Corporate Governance vgl. z.B. Berglöf (1996) und Hackethal (1999), zur Rechnungslegung Wüstemann (1999) und zum Pensionssystem Davis (1995).

<sup>13</sup> Siehe dazu unten Abschnitt III.4.

- (2) Weil allein durch die Herstellung von Konsistenz Effizienzgewinne möglich sind, unterliegen inkonsistente Systeme einem Veränderungsdruck; sie sind deshalb nicht stabil.
- (3) Im Gegensatz dazu haben konsistente Systeme eine Tendenz zur Beharrung, auch weil sich ihre Systemcharakteristik nicht durch die Veränderung einzelner Elemente verändern läßt.
- (4) Die Wirkungszusammenhänge in einem System komplementärer Elemente sind so komplex, daß sich das gesamte Gewicht der Interessen einzelner Stakeholdergruppen und ihre Bedeutung für die Funktionsfähigkeit eines betrachteten Corporate-Governance-Systems nicht unmittelbar daraus ableiten läßt, wie wichtig für sie die verschiedenen Wirkungsmechanismen sind.
- (5) Ebenso wenig läßt sich die gesamte Bedeutung der einzelnen Wirkungsmechanismen unmittelbar daraus ableiten, wie sie für die einzelnen Interessengruppen wirken.

Ob die Ausprägungen der einzelnen Elemente eines nationalen Corporate-Governance-Systems zusammenpassen, hängt auch davon ab, welche Funktion das System als Ganzes hat und wie sein Erfolg zu messen ist.<sup>14</sup> Funktion und Erfolgsmaßstab stammen aus dem jeweiligen "Umsystem", in das ein konkretes Corporate-Governance-System eingebettet ist. Da sich diese Umsysteme unterscheiden, können auch Corporate-Governance-Systeme verschieden und gleichwohl konsistent und effizient sein.

Die praktische Umsetzung des Analysekonzepts für ein konkretes Corporate-Governance-System, die im Abschnitt III. 4 exemplarisch vorgeführt wird, umfaßt zwei Schritte. Im ersten Schritt sind die einzelnen Kombinationen von je einer Stakeholdergruppe (zum Beispiel den Mitarbeitern) und einem Merkmal des Systems, das einen Wirkungsmechanismus beeinflusst (zum Beispiel die in dem betreffenden Lande geltenden Übernahmeregeln) zu untersuchen. Das Ergebnis läßt sich in einer Matrix oder Tabelle darstellen. Jedes Feld in der Matrix enthält eine Aussage wie "die Übernahmeregeln sind (in Deutschland) für den Einfluß und die Interessenwahrung von Mitarbeitern von mittlerer Bedeutung".

Im zweiten Schritt ist das Zusammenwirken zu erfassen. Ausgehend von den Eintragungen in der Matrix ist zeilen- bzw. spaltenweise zu erfassen, wie wichtig die Stakeholdergruppe bzw. das betreffende Merkmal oder Element eines Wirkungsmechanismus für die Funktionsweise und die

---

<sup>14</sup> Im Zusammenhang mit Unternehmen wird – die dargestellten Überlegungen aufnehmend und verallgemeinernd – von einer Organisationsarchitektur gesprochen, die zur Unternehmensstrategie passen sollte; vgl. z.B. Brickley/Smith/Zimmerman (1997), insb. Kap. 8, und Collis/Montgomery (1997),



Funktionsfähigkeit des betrachteten Corporate-Governance-Systems ist. Das Ergebnis dieser Überlegungen sind Aussagen wie die, daß die Mitarbeiter in der Corporate Governance in Deutschland eine wichtige Rolle spielen oder daß die Corporate Governance in Großbritannien stark von der Ausgestaltung der Übernahmeregeln abhängt.

Die Zusammenschau der letzten Spalte und der letzten Zeile läßt ein Urteil über die Systemcharakteristik eines konkreten Corporate-Governance-Systems zu. Wenn man mehrere

Corporate-Governance-Systeme so beschreibt, lassen sich strukturelle Unterschiede zwischen ihnen erkennen, sofern es solche Unterschiede gibt.

Daran kann man dann zwei weitere Schritte anhängen und zusätzlich zu erfassen versuchen, ob sich für die Eintragungen Änderungen im Zeitablauf erkennen lassen. Wenn dies für mehrere Länder möglich ist, erlaubt es ein Urteil über eine eventuelle Angleichung.

## **2. Faktischer Hintergrund**

In diesem Abschnitt gehen wir kurz darauf ein, ob die rechtliche Harmonisierung in Europa Anlaß für die Vermutung bietet, daß es bisher schon zu einer Angleichung der Corporate Governance gekommen ist. Der sachlich wichtigste Regelungsbereich betrifft das Gesellschafts-Organisationsrecht; daneben sind aber auch das Bilanzrecht, das Kapitalmarktrecht und das Bankrecht anzusprechen. Die Überlegungen zur Rechtsangleichung werden dann um einige Gedanken zu weiteren internationalen und außerrechtlichen Entwicklungen ergänzt.

Bis in die frühen 80er Jahre versuchte man, auf EG-Ebene optimale einheitliche Regelungen für bestimmte Rechtsbereiche zu finden, die für das Funktionieren des gemeinsamen Marktes als wichtig erachtet wurden.<sup>15</sup> Dieses Harmonisierungskonzept ist in fast allen Bereichen gescheitert. Im hier diskutierten Zusammenhang sind zwei Beispiele besonders wichtig. Das eine ist der Versuch der Schaffung einer nur größenabhängigen europäischen Rechtsform, der "societas europea", und das andere der zuerst 1972 verabschiedete Entwurf der Strukturrichtlinie zur Anpassung des Gesellschaftsrechts im Bereich der Unternehmensverfassung. Wären diese Vorhaben erfolgreich gewesen, gäbe es in Europa eine einheitliche Unternehmensverfassung

---

Kap 1. Im Zusammenhang mit Volkswirtschaften wird das Erfordernis des Zusammenpassens als Frage der Wirtschaftsordnung thematisiert.

weitgehend nach deutschem Vorbild. Aber sie sind vor allem an unterschiedlichen Grundvorstellungen über die Spitzenorganisation und am Dissens über die Mitbestimmung gescheitert.<sup>16</sup>

Je nach der Ausgestaltung des nationalen Corporate-Governance-Systems können für dessen Funktionsfähigkeit die Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften und das Kapitalmarktrecht wichtig sein. Auf diesen Gebieten waren die Bemühungen um eine

Angleichung auf EG- bzw. EU-Ebene formal erfolgreicher als beim Unternehmens-Organisationsrecht. Die Richtlinien, durch die einheitliche Regeln für die Rechnungslegung von Kapitalgesellschaften und den konsolidierten Jahresabschluß verbundener Unternehmen geschaffen werden sollten,<sup>17</sup> ließen jedoch so erhebliche Wahlrechte für die Mitgliedsstaaten und die Unternehmen zu, daß von einer wirklichen Vereinheitlichung nicht gesprochen werden kann.<sup>18</sup>

Die Transparenz ist nach wie vor in Europa sehr uneinheitlich.

Die Vereinheitlichung des Kapitalmarktrechts durch EG-Richtlinien betrifft unter anderem Informationspflichten über die Mehrheitsverhältnisse an Unternehmen und das Verbot des Insiderhandels. Die diesbezüglichen Anstrengungen waren zwar insgesamt erfolgreicher als im Gesellschaftsrecht,<sup>19</sup> der lange diskutierte und für die Corporate Governance wichtige Entwurf einer Übernahmerichtlinie ist allerdings gerade wieder auf die Agenda gesetzt worden, d.h. ihre vorgesehene Verabschiedung im Ministerrat ist erneut verschoben worden.<sup>20</sup>

Die Umsetzung der 2. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie in den Mitgliedsländern der EU hat dazu geführt, daß die rechtlichen Grundlagen für die ausgeprägten Unterschiede der nationalen Bankensysteme weitgehend verschwunden sind.<sup>21</sup> Die europäische Gesetzgebung hat zu einer

---

<sup>15</sup> Die Auswahl der Gebiete, die für das Funktionieren des Marktes als wichtig erachtet wurden, ist nicht wirklich materiell begründet worden. Dies gilt besonders für das Gesellschaftsrecht. Vgl. Hopt (1998).

<sup>16</sup> Man kann die Schaffung der Verordnung über die europäische wirtschaftliche Interessenvereinigung aus dem Jahre 1985 und die Verabschiedung einer Richtlinie, die die Einrichtung europäischer Betriebsräte regelt, im Jahre 1994, aus Sicht der Befürworter der Mitbestimmung als Umsetzungen eines jeweils sehr kleinen Teils dieser ambitionierteren Vorhaben ansehen.

<sup>17</sup> Hierbei sind Kapitalgesellschaften bereits konzernrechnungslegungspflichtig, wenn sie die einheitliche Leitung faktisch ausüben oder wenn ihnen Kontrollrechte über ein anderes Unternehmen durch die Mehrheit von Stimmrechten, das Recht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder Beherrschungsrecht zustehen. Vgl. Ordelheide (1990), S. 282.

<sup>18</sup> Vgl. Monopolkommission (1998), S. 61.

<sup>19</sup> Vgl. Kübler (1999), S. 453f.

<sup>20</sup> Am 21.6.1999 hat sich der EG-Ministerrat erst auf eine Takeover-Richtlinie geeinigt. Allerdings steht Spaniens Zustimmung zu dieser noch aus. Bereits 1977 gab es den Vorschlag einer Takeover-Richtlinie.

<sup>21</sup> Der erste Problemkreis, der sich um die Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen für Wertpapierhäuser und Universalbanken drehte, konnte durch eine Regelung gelöst werden, die sich an dem Grundsatz "same business, same risk, same regulation" orientierte.

weitgehenden europaweiten Gleichstellung von Universal- und Trennbankensystem bzw. zur Zulässigkeit eines Universalbankensystem europäischen Typs geführt.<sup>22</sup>

Obwohl es eine europaweite Angleichung auf der Ebene der Regulierung im Bilanz- und vor allem im Kapitalmarktrecht gibt, stellt sie allein noch keine Angleichung der Corporate Governance dar, da Corporate Governance mehr umfaßt als einschlägige Rechtsregeln. Die Regulierungsangleichung dürfte auch keine ausreichend starke Kraft sein, die für sich genommen eine Angleichung der Corporate-Governance-Systeme in Europa bewirken würde. Andererseits läßt die Regulierungsangleichung inzwischen zu, daß ein möglicherweise existierender ökonomischer Druck zu einer Angleichung der Corporate-Governance-Systeme führt.

Ein solcher Druck *könnte* sich als Ergebnis der Verstärkung des internationalen Wettbewerbs in Europa und weltweit sowie der zunehmenden innereuropäischen und weltweiten Verflechtungen eingestellt haben, und er *könnte* Unternehmen und Länder dazu veranlassen, sich um ein wirtschaftlich vorteilhafteres Corporate-Governance-System zu bemühen. Dies würde allerdings nur dann zu einer Angleichung der Corporate-Governance-Systeme führen, wenn es ein Corporate-Governance-System gibt, das in jedem Fall, also kontextunabhängig, das beste ist, und wenn sich dieses auch durchsetzen könnte. Auch Druck allein genügt nicht; es kommt auch auf den Prozeß der Anpassung an diesen Druck an.

### **III. Corporate Governance in Deutschland**

#### **1. Die Grundstruktur**

Die deutsche Großunternehmung in der Form der AG wird im Recht, in der Politik, weitgehend auch im Selbstverständnis vieler Manager und in Teilen der Betriebswirtschaftslehre als eine Koalition aus drei bis fünf Kerngruppen beschrieben. Es ist unbestritten, daß die Aktionäre, zumindest die Großaktionäre, die Topmanager und die sonstigen Mitarbeiter, deren Einfluß auch, aber nicht nur, aus der gesetzlichen Mitbestimmung erwächst, zu dieser Koalition gehören. Man kann aber auch die Banken und "die Politik(er)" der Koalition zurechnen.

---

<sup>22</sup> Vgl. Klein (1998), S. 25.

Aus dem Charakter der Großunternehmung als Koalition ergibt sich nahezu zwangsläufig eine Stakeholder-Orientierung. Von einer solchen kann man (nur) dann sprechen, wenn diejenigen Entscheidungen, die noch zu treffen sind, also nicht durch bindende Verträge und Gesetze bereits festgelegt sind, im Interesse verschiedener Interessengruppen getroffen werden sollen und getroffen werden.<sup>23</sup> Die Stakeholder-Orientierung der deutschen Großunternehmung zeigt sich unter anderem daran, daß zumindest nach noch vorherrschender Auffassung nicht der Shareholder Value, als alleinige Zielgröße gilt<sup>24</sup> und daß die Vertreter der "echten", nur an Ausschüttungen und Marktwertsteigerungen interessierten Aktionäre auch auf der Kapitalseite der meisten Aufsichtsräte eine Minderheit bilden.

Das deutsche System der Corporate Governance ist ein insider control system. Der wichtigste Mechanismus ist der mit Vertretern verschiedener Interessengruppen besetzte Aufsichtsrat in Verbindung mit der "Gewaltenteilung" zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Dem Vorstand obliegt es, die AG "im Unternehmensinteresse"<sup>25</sup> zu führen, und der Aufsichtsrat hat vor allem den Vorstand zu kontrollieren. Dabei können seine Mitglieder aber innerhalb gewisser Grenzen auch die Interessen ihrer Gruppen vertreten. Eine wirksame Kontrolle des Vorstands setzt voraus, daß zumindest einige Mitglieder des Aufsichtsrats gut über das Geschehen in der Unternehmung informiert sind und teils in ihrer Funktion als Aufsichtsratsmitglieder und teils auf anderem Wege auf den Vorstand Einfluß ausüben können. Sie müssen deshalb "Insider" sein.

Trotz der grundlegenden Rollenteilung ist die *rechtliche* Stellung des Aufsichtsrats *als Kontrolleur* gegenüber dem Vorstand nach deutschem Aktienrecht nicht schwach. Aber wegen der Rollenteilung sind die Einflußmöglichkeiten beschränkt. Die Beschränkung der Möglichkeiten des Aufsichtsrats, Initiativen zu ergreifen und Einfluß auszuüben, ist zugleich eine notwendige Bedingung der Stakeholder-Orientierung, denn nur sie macht es möglich und wirtschaftlich vertretbar, daß im Aufsichtsrat eine Pluralität von Interessen repräsentiert ist, die zumindest teilweise gegenläufig sind. Hätte der Aufsichtsrat eine unmittelbare Leitungsfunktion, würden Pluralismus und Interessenkonflikte die Unternehmensführung lähmen. Umgekehrt zwingen das gemeinsame Interesse daran, Einfluß ausüben zu können, und die gemeinsame Aufgabe, den

---

<sup>23</sup> Vgl. Grossman/Hart (1986) und Hart(1995) zu dem Zusammenhang zwischen der Unvollständigkeit von Verträgen und der ökonomisch effizienten Zuordnung von "property rights".

<sup>24</sup> Zu Nachweisen vgl. u.a. Schmidt/Spindler (1997) bezüglich der juristischen Sicht und zu Auffassungen unter Betriebswirten zahlreiche Beiträge in Kumar et al. (1999).

<sup>25</sup> Vgl. Raiser (1969), Ott (1977) und später dazu kritisch Schneider (1997), S. 443ff. sowie Schmidt/Spindler (1997).

Vorstand zu kontrollieren, zu einem beträchtlichen Maß an Konsens. Insoweit ist das deutsche Corporate-Governance-System konsistent.

Die Interessen der "echten" Aktionäre sind im Aufsichtsrat eher schwach vertreten. Dies zeigt sich in erster Linie an dessen Zusammensetzung. Die meisten Aufsichtsräte sind keine Repräsentationsorgane der Aktionäre, sondern Koalitionen aus hochrangigen ehemaligen Managern des betreffenden Unternehmens, Managern anderer Unternehmen, Bankvertretern und Arbeitnehmer- und Gewerkschaftsvertretern. Im Prinzip gibt es einen grundlegenden Interessenkonflikt zwischen den Aktionären und den anderen Interessengruppen. Er wird zwar durch die aktuelle Diskussion über die Shareholder-Value-Orientierung in den Vordergrund gerückt, aber ob er wirklich gravierend ist, läßt sich nicht abschätzen. Natürlich bestehen auch zwischen den anderen Gruppen Interessenkonflikte,<sup>26</sup> aber diese dürften eher kurzfristig und insoweit auch nicht grundlegend sein, denn schon auf mittlere Sicht sind diese Gruppen durch das gemeinsame Interesse an einer stabilen Unternehmensentwicklung verbunden. Auf längere Sicht dürfte letzteres auch im Aktionärsinteresse liegen. Somit dürfte das Ausmaß der Interessenkonflikte im Aufsichtsrat doch eher begrenzt sein, und deshalb ist es auch ökonomisch sinnvoll, daß darin verschiedene Interessen vertreten sind.<sup>27</sup> Zu dem Gesamtbild des begrenzten Interessenkonflikts passen auch die Rollen, welche die Banken, "die Politik" und der Kapitalmarkt in der Corporate Governance in Deutschland spielen:

(1) Trotz wichtiger und weithin bekannter Ausnahmen haben die Banken im deutschen System eine eher geringe Bedeutung *als Eigentümer*, die im eigentlichen Sinne Eigentümerinteressen vertreten müßten und würden. Eher scheint sich in der Art und Weise, wie sie ihre aus der Kombination des "normalen" Bankgeschäfts mit Anteilsbesitz, Depotstimmrecht und Aufsichtsratsmandaten erwachsenden Einflußmöglichkeiten wahrnehmen, vor allem ihr Interesse an der Erhaltung der Unternehmung als "Kunden" und Geschäftspartner durchzuschlagen. Und auch als Eigentümer scheinen sie eher langfristige als kurzfristige Gewinninteressen zu verfolgen.

---

<sup>26</sup> Und gewiß gibt es unterschiedliche Vorstellungen darüber, wie - möglicherweise sehr ähnliche - Ziele erreicht werden können. Aber diese "Meinungsverschiedenheiten" seien hier vernachlässigt.

<sup>27</sup> Die ökonomische Vorteilhaftigkeit von Interessenpluralismus bei sehr eingeschränkter Handlungskompetenz ergibt sich vor allem daraus, daß verschiedene Interessengruppen auch unterschiedliche Informationsquellen nutzen und damit für die Erfüllung der gemeinsamen Aufgabe nützliche Information in die Beratungen des Aufsichtsrates einbringen können.

Letzteres dürfte auch für die anderen, nicht konzernverbundenen Unternehmen gelten, die deutlich vor den Banken und den Kleinaktionären die wichtigste Aktionärsgruppe darstellen.<sup>28</sup>

(2) Es gibt natürlich auch in Deutschland einen Einfluß der Politik(er) auf Großunternehmen und ihre Governance. Man bedenke nur den Fall der ursprünglich geplanten feindlichen Übernahme von Thyssen durch Krupp, die zuerst politisch gescheitert ist und sich später als freiwilliger Zusammenschluß doch realisiert hat. Aber der politische Einfluß ist nicht so "interventionistisch" wie in einigen anderen Ländern, namentlich in Frankreich, und er zielt auch auf eine langfristige, "gesunde" Unternehmenserhaltung und damit auf dauerhafte Steuereinnahmen und Arbeitsplatzsicherung ab.

(3) Der Kapitalmarkt als Mechanismus der Corporate Governance ist in Deutschland (noch) weitgehend irrelevant. Insbesondere gibt es bisher fast keine feindlichen Übernahmen. Dies ist systemkonform, denn aus der Bedrohung durch "hostile take-overs" entstünde ein starker Druck auf das Management, und dieser Druck würde nur in die Richtung der Shareholder-Value-Maximierung gehen, was mit dem pluralistischen Konzept der Unternehmung als Koalition nicht gut zu vereinbaren wäre.

Eine für die Analyse der Corporate Governance in Deutschland zentrale Frage ist die nach der Stellung der Aktionäre. Aus den bisherigen Ausführungen ergibt sich, daß es sinnvoll ist, hier zwischen den wichtigen, großen und als Teil des "Machtkartells" einflußreichen Aktionären, die fast immer auch andere Interessen verfolgen, einerseits und den ausschließlich an Dividenden und Kurssteigerungen interessierten Aktionären andererseits zu unterscheiden. Solange es in Deutschland nur sehr wenige bankenunabhängige institutionelle Investoren gibt, ist die zweite Gruppe weitgehend gleichzusetzen mit der der Kleinaktionäre. Sie hat keinen Einfluß. Dies bedeutet allerdings nicht, daß die "Nur-Aktionäre" auch finanziell schlecht gestellt sind; sie können nur nicht aktiv darauf Einfluß nehmen, wie sehr das Management ihre Interessen berücksichtigt.

Auch der Minderheitenschutz im Kapitalmarktrecht und im Gesellschaftsrecht ist nach Einschätzung von Fachleuten unterentwickelt.<sup>29</sup> Dies steht zwar einer möglichen Rolle des Kapitalmarktes bei der Unternehmenssteuerung und der Kontrolle des Managements entgegen. Aber unter dem Gesichtspunkt der Konsistenz des deutschen Corporate-Governance-Systems ist

---

<sup>28</sup> Vgl. dazu auch die empirischen Befunde in Becht/Böhmer (1998).

<sup>29</sup> Insbesondere der schwache Minderheitenschutz im Konzernrecht wird von Kübler (1999), S. 140f. thematisiert. Vgl. auch Wenger et al. (1997) sowie aus internationaler Sicht La Porta et al. (1998).

dies kein gravierender Mißstand, weil eine solche Rolle ohnehin nicht erforderlich ist und weil das Pensionssystem und nicht der Kapitalmarkt politisch brisant und wichtig ist. Und nicht zuletzt wegen der Besonderheiten des deutschen Pensionssystems mit der (bisher noch) überragenden Bedeutung der staatlichen Rentenversicherung und der großen Bedeutung der unternehmensinternen Altersversorgung gerade bei Großunternehmen spielen die Kleinaktionäre auch (bisher noch) nur eine Nebenrolle bei der Unternehmensfinanzierung. All dies paßt zu der immer wieder konstatierten "Unterentwicklung" des deutschen Kapitalmarktes und der geringen Transparenz durch die Rechnungslegung, die nicht nur die Ausschüttungen sondern auch den Einblick begrenzen.

In seinem Grundzug stellt das deutsche Corporate-Governance-System eine komplizierte Mischung aus Interessenkonflikten und Konsens dar. In diesem System sind viele der wesentlichen Übereinkünfte implizit. Weder Gesetze noch Verträge würden es erlauben, die Einhaltung von Absprachen einzuklagen, die nicht explizit getroffen worden sind. Damit stellt sich die Frage, wodurch diese Übereinkünfte abgesichert werden. Dies zu leisten, ist eine der Funktionen der vielfältigen personellen und kapitalmäßigen Verflechtungen in der deutschen Wirtschaft und des politisch-gesellschaftlichen Netzwerkes, dem die wichtigen Entscheidungsträger angehören. Diese Funktion beruht darauf, daß sich die Vertreter der verschiedenen Stakeholder einschließlich der amtierenden Spitzenmanager nicht zuletzt in den Aufsichtsräten der verschiedenen Großunternehmen immer wieder begegnen und dort auch wieder in der Lage sein müssen, ihre jeweils eigenen Gruppeninteressen zu vertreten und dabei trotzdem "vernünftig" zu kooperieren. Es muß ihnen deshalb daran gelegen sein, trotz aller Interessenkonflikte eine "Kultur" der dauerhaften Kooperation zu entwickeln und zu erhalten.

Eine wesentliche Aufgabe, bei der die Vertreter der verschiedenen Interessengruppen zusammenarbeiten müssen und wohl in der Praxis auch mehr oder weniger gut zusammenarbeiten, ist die Kontrolle des Managements. Inhaltlich kann sich diese nur darauf beziehen, ob der Vorstand einigermaßen effektiv die für eine breite Koalition akzeptablen Unternehmensziele verfolgt, d.h. für Ertragssicherung, Wachstum und Stabilisierung der Unternehmung sorgt. Zumindest wird die Kontrollaufgabe dadurch erleichtert, daß bei den wichtigen Beteiligten ein ähnliches Verständnis von diesen Zielen vorzuherrschen scheint.

## **2. Stärken und Schwächen**

Die vorangegangene Kennzeichnung der Grundstruktur des Corporate-Governance-Systems für Großunternehmen in Deutschland ist bewußt idealisierend gehalten. Man kann sie auch beschönigend nennen. Es kam uns vor allem darauf an, deutlich zu machen, daß dieses System konsistent ist. Seine Grundelemente sind so ausgestaltet, daß sie zusammenpassen und dadurch auch die Funktionsfähigkeit des ganzen Systems erhöhen. Das Konflikt und Konsens verbindende insider control system hat einige wesentliche Stärken:

- (1) Planbarkeit: Durch die Langfristigkeit der Beziehungen und der wechselseitigen Bindungen bietet dieses System gute Voraussetzungen für langfristige Planung sowie langfristige Strategien und schafft damit Anreize für Unternehmen und Mitarbeiter, in unternehmensspezifisches Humankapital zu investieren und damit Wettbewerbsvorteile zu schaffen.
- (2) Flexibilität: Das hohe Maß an hergestelltem, nicht von vornherein gegebenem, Konsens unter Einbeziehung vieler wichtiger Interessengruppen sowie die Möglichkeit und Notwendigkeit, implizite (und unvollständige) Verträge zu schließen und Vertrauen zu bilden, zu haben und auch anderen entgegenzubringen, kann die Bewältigung von Krisen und die Anpassung an sich verändernde Verhältnisse erleichtern. Anpassungen erfolgen in einem Insider-System nicht so abrupt wie in einem Outsider-System, dafür aber nachhaltiger.
- (3) Politische und soziale Stabilität: Planbarkeit und Konsens sowie Stabilität und Flexibilität als Merkmale der Corporate Governance auf der Ebene der einzelnen Unternehmung bedingen und stützen sich gegenseitig. Gemeinsam bedingen und unterstützen sich diese Merkmale der Unternehmen und ihrer Governance-Systeme einerseits und die allgemeine politische und soziale Stabilität andererseits.

Diesen Stärken stehen aber ausgeprägte Schwächen gegenüber:

- (1) Die Gefahr der Erstarrung: Ein System, dessen Funktionsfähigkeit stark von der Stabilität und von der Dauerhaftigkeit von Beziehungen und Strukturen abhängt, für dessen Funktionsfähigkeit der Konsens so wichtig ist und bei dem sehr viele Verhaltenserwartungen, einschließlich der Erwartung eines letztlich konsensorientierten Verhaltens, unausgesprochen bleiben und auch bleiben müssen, ist der Gefahr der Erstarrung ausgesetzt.
- (2) Mißbrauchsgefahren: Ein Corporate-Governance-System, das sich stark auf implizite Vereinbarungen stützt und bei dem wesentliche Prozesse nicht-öffentlich zwischen "Insidern"



ablaufen, leistet faulen Kompromissen, Trägheit und Machtmißbrauch Vorschub und weckt damit zwangsläufig Mißtrauen. Es fehlt ein Mechanismus, der verhindert, daß es sich zur obersten Devise entwickelt, daß eine Krähe der anderen nicht das Auge aushackt.

- (3) Schwache Anreize zur Kontrolle: Die Anreize für den Aufsichtsrat, die Unternehmensleitung wirksam zu kontrollieren und gegebenenfalls auch zu disziplinieren, sind zu indirekt und damit zu schwach.
- (4) Gefahr für die Kleinaktionäre: Das Konstruktionsprinzip der Corporate Governance in Deutschland erfordert keine aktive Rolle der Kleinaktionäre. Dem System fehlt zudem ein Konstruktionselement, das die "angemessene" Berücksichtigung ihrer Interessen sichert.
- (5) Vernachlässigung des Kapitalmarktes: Die geringe Bedeutung des Kapitalmarktes in der deutschen Corporate Governance ist zwar systemkonform, aber sie trägt auch dazu bei, daß der Kapitalmarkt allgemein wenig entwickelt bleibt. Dies ist aus wirtschaftspolitischen Gründen problematisch. Es behindert eine gesamtwirtschaftlich effiziente Kapitalallokation.
- (6) Wettbewerbsbehinderung: Stabile und nur beschränkt konfliktäre Beziehungen auch zwischen verschiedenen Unternehmen als konstitutives Element des Corporate-Governance-Systems könnten darüber hinaus zu einer "reservierten Haltung" gegen intensiven Wettbewerb führen.

Die Liste von Schwächen und Problemen ist weder neu noch originell. Gleichwohl lohnt es sich, einen Blick darauf zu werfen, wie die Politik versucht, den Schwächen entgegenzuwirken.

### **3. Aktuelle Entwicklungen**

Mehrere neue Regelungen der 90er Jahre im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht zielen direkt auf die Verschärfung der unternehmensinternen wie der unternehmensexternen Kontrolle des Managements. Letztere soll durch eine Intensivierung der Beziehungen der Unternehmen zum Kapitalmarkt erreicht werden, was zugleich erfordert, daß der Kapitalmarkt gestärkt wird.

Hinsichtlich der internen Kontrolle ist vor allem das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) zu nennen. Es soll die Effektivität der unternehmensinternen Kontrollinstitutionen erhöhen und die dazu nötige Transparenz schaffen.<sup>30</sup> Dies soll durch eine Stärkung der rechtlichen Stellung und der Pflichten der einzelnen Aktionäre, der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats sowie der Wirtschaftsprüfer erreicht werden. Es ist

---

<sup>30</sup> Vgl. dazu Lingemann/Wasmann (1998).

aber nicht erkennbar, inwieweit spezifische Vorstellungen über die Art und Weise, wie das Management kontrolliert und damit möglicherweise Unternehmensentscheidungen beeinflusst werden, die Gesetzgebung geprägt haben. Außerdem werden durch das KonTraG erstmals für das Management an den Aktienkurs gekoppelte Vergütungsformen zugelassen, die das Interesse des Vorstandes an einer Steigerung des Aktienkurses stärken sollen.

Eine Verstärkung der unternehmensexternen Kontrolle durch den Kapitalmarkt könnte im Prinzip durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KaPAEG) erfolgen. Doch dieses Gesetz zielt in erster Linie darauf ab, deutschen Unternehmen den Zugang zu internationalen Kapitalmärkten zu erleichtern und dort ihre Wettbewerbsposition zu verbessern. Ein wichtiges Mittel hierzu ist die Zulassung internationaler Rechnungslegungsstandards wie der IAS und der US-GAAP. Faktisch wird dadurch aber die nationale Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen und damit die Transparenz reduziert, was einerseits der diesem Gesetz zugrunde liegenden Tendenz entspricht, den deutschen Kapitalmarkt zu vernachlässigen, und andererseits zumindest teilweise den Intentionen des KonTraG zuwider läuft.<sup>31</sup> Daß die auf diesem Wege eventuell erreichbare größere Bedeutung internationaler Kapitalmärkte für deutsche Unternehmen diese stärker an Aktionärsinteressen binden könnte, läßt sich nicht ausschließen. Es ist derzeit aber nicht zu erkennen, daß dies angesichts der für internationale Investoren befremdlichen Spitzenorganisation deutscher Unternehmen auch die Systemcharakteristik der deutschen Corporate Governance verändern würde.

Die Entwicklung des deutschen Kapitalmarktrechts wurde maßgeblich durch europäische Regelungen bestimmt. Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz hat den deutschen Kapitalmarkt hinsichtlich des gesetzlich-institutionellen Rahmens weitgehend an internationale Standards angepaßt. In diesem Zusammenhang ist an das gesetzliche Insiderhandelsverbot und die dieses Verbot flankierende Vorschrift über die Ad hoc Publizität zu denken, die neben der Stärkung des Anlegervertrauens auch zu einer Steigerung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes führen sollen, sowie an die Schaffung des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel.<sup>32</sup> Leider konnten hinsichtlich einer gesetzlichen Übernahmeregelung keine Fortschritte erzielt werden. Es bleibt vorerst beim freiwilligen Übernahmekodex.

---

<sup>31</sup> Vgl. Wirtschaftsprüferkammer (1996).

<sup>32</sup> Dies äußert sich darin, daß Regelungen, die zuvor freiwilligen Charakter hatten, zum Straftatbestand erklärt und mit entsprechenden Sanktionsmöglichkeiten ausgestattet werden, wie beispielsweise das Insiderhandelsverbot, das den deutschen Wohlverhaltenskodex ersetzt hat.

Auch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz zielt auf die Belebung des Kapitalmarktes ab. Abgesehen von der Einführung von sogenannten Pensions-Sondervermögens ist es im hier diskutierten Zusammenhang aber nicht relevant.

Isoliert betrachtet könnte die rechtlich-institutionelle Stärkung des Kapitalmarktes zu einer Verschiebung der relativen Gewichte der Kontrollmechanismen hin zu unternehmensexterner Kontrolle führen. Die isolierte Betrachtung eines einzelnen Elements eines komplexen Systems reicht aber nicht aus, um zu beurteilen, ob sich das System als Ganzes verändert. Im Falle des deutschen Corporate-Governance-Systems wird das bisherige Machtgefüge nicht in Frage gestellt. Ein Grund hierfür ist die relative Stärkung der unternehmensinternen Kontrollmechanismen durch das KonTraG. Vor allem aber tangieren die neuen Regelungen die etablierten Einflußpositionen überhaupt nicht.

Neben rechtlich-institutionellen Veränderungen treten auch Veränderungen in der Wirtschaftspraxis auf, die möglicherweise auf die rechtlichen Veränderungen zurückzuführen sind oder eine Folge des oben schon angesprochenen stärkeren Wettbewerbsdrucks sein können. In Deutschland wird in letzter Zeit von einigen Unternehmen eine stärkere Orientierung am sogenannten Shareholder Value proklamiert. Diese Umorientierung scheint zugleich eine stärkere Ausrichtung von Unternehmen auf ihre Kernkompetenzen zu erfordern, die auch zur Auslagerung von Produktionsstandorten ins Ausland führt. Gerade in Verbindung mit der Einführung von Optionsprogrammen zur Managerentlohnung deutet all dies auf eine stärkere Berücksichtigung der Aktionärsinteressen als in früheren Jahren hin. Möglicherweise manifestiert sich darin eine Veränderung der Grundstruktur der Corporate Governance in Deutschland.

Aber es gibt auch Entwicklungen, die dieser Interpretation widersprechen. Hier ist insbesondere darauf hinzuweisen, daß die Mitbestimmung – fast könnte man sagen erstaunlicherweise – als Kernbestandteil der Corporate Governance in Deutschland so gut wie gar nicht in Frage gestellt wird. Im Gegenteil scheint sie inzwischen sogar weitgehend akzeptiert zu sein. Es gibt sogar gewichtige Stimmen, die die ökonomischen Vorteile der Mitbestimmung gerade angesichts der Globalisierung betonen: Sie sei ein geeignetes Mittel, um die Investitionen in unternehmensspezifisches Humankapital abzusichern und dadurch erst den Anreiz zu solchen Investitionen zu schaffen. Besonders unternehmensspezifisches Humankapital erzeugt dauerhafte

Wettbewerbsvorteile in einer Umwelt, die durch eine hohe Wettbewerbsintensität und die Notwendigkeit zu laufenden Anpassungen gekennzeichnet ist.<sup>33</sup>

Die beiden Tendenzen sind durchaus vereinbar. Es ist kein Merkmal eines interessenpluralistischen insider control system, daß die Interessen der Aktionäre nur gleichgewichtig neben denen der anderen Stakeholder stehen. Vielmehr ist ihr Primat auch in Deutschland nicht fraglich. Entscheidend ist vielmehr, daß es die Machtverteilung nicht erlaubt, sich über die vorweg als legitim anerkannten Interessen der anderen Gruppen hinwegzusetzen.<sup>34</sup> Solange diese Bedingung erfüllt ist, kann man aus einer beobachtbaren stärkeren Gewinnorientierung trotz aller entgegenstehenden Rhetorik nicht auf eine strukturelle Veränderung der Corporate Governance schließen - und nichts spricht gegen die Vermutung, daß diese Bedingung nach wie vor erfüllt ist.

#### **4. Vorläufige Einschätzung**

Die Grundstruktur der Corporate-Governance-System großer deutscher Aktiengesellschaften samt seiner Stärken und Schwächen ist trotz der Änderungen einiger rechtlicher Rahmenbedingungen und trotz der innereuropäischen Öffnung sowie der Globalisierung nach wie vor dieselbe. Dem Vorstand steht ein starker, aber in seinen Einwirkungsmöglichkeiten beschränkter Aufsichtsrat gegenüber, der ihn kontrolliert und ihm zugleich den Freiraum läßt,

seine Aufgabe zu erfüllen, im Wettbewerb zu bestehen. Den Aufsichtsrat – und allgemeiner: die Gesamtheit der Einfluß beanspruchenden Gruppen - kann man als eine stabile Koalition ähnlich starker Partner ansehen, die in ihrem Verhalten gegenüber der Unternehmensleitung eine Balance ihrer teilweise divergierenden Interessen finden müssen. Diese pluralistische Grundstruktur impliziert für alle Beteiligten eine Orientierung am "Unternehmensinteresse": Für den Vorstand und die Mitarbeiter legt sie die Aufgabe fest, im Wettbewerb zu bestehen, und für die anderen Stakeholder impliziert sie eine starke Verpflichtung, die Art und Weise, wie sie ihre Interessen untereinander koordinieren und gegenüber dem Management vertreten, so an sich ändernde

---

<sup>33</sup> Vgl. den Bericht der Kommission Mitbestimmung (1998).

<sup>34</sup> Die Alternative zur Shareholder-Value-Maximierung, die als Unternehmensziel in der Tat nur Teil eines kapitalmarktorientierten outsider control system ist, bildet das Ziel der Gesamtwertmaximierung mit einer durch explizite und implizite Verträge vorgegebenen Aufteilungsregel, die *keine* Gleichverteilung der "Wertzuwächse" impliziert; vgl. Blair (1996), S. 45f., und Schmidt (1997).

Gegebenheiten und Notwendigkeiten anzupassen, daß das gemeinsame Interesse darunter nicht zu sehr leidet.

Das deutsche System der Corporate Governance ist weitgehend konsistent. Deshalb könnte es wirtschaftlich günstiger sein als ein System, in dem einzelne Elemente anders und scheinbar stärker ausgeprägt wären, aber nicht zum Gesamtsystem passen. Die möglicherweise von Ideen der Kapitalmarktorientierung und des outsider control system inspirierten Reformversuche der letzten Jahre haben seine Systemcharakteristik nicht verändert. Dies wiederum dürfte daraufhin deuten, daß es in seiner Grundstruktur stabil ist.

Die folgende Tabelle 1 stellt einen Versuch dar, die Vielfalt der Einflüsse und Zusammenhänge zu ordnen, die gerade dargelegte Einschätzung zu überprüfen und den Vergleich mit den beiden anderen Ländern vorzubereiten. Sie enthält in der Vorspalte verschiedene Gruppen von Stakeholdern und in der Kopfzeile dreizehn in vier Gruppen zusammengefaßte institutionelle Merkmale. Wie die Merkmale in Deutschland ausgeprägt sind, wurde bereits angegeben. Beispielsweise ist die Transparenz eher gering und der Minderheitenschutz schwach. Man muß deshalb die Kopfzeile lesen als "das Merkmal x, so wie es in Deutschland ausgeprägt ist". Wie sich diese Elemente zu Wirkungsmechanismen zusammenfassen lassen, zeigt die Tabelle nicht.

Die Eintragungen in den Feldern der Tabelle geben an, wie wichtig es *für die Rolle* der in der Vorspalte genannten Stakeholdergruppen im Rahmen der Corporate Governance - aber *nicht notwendigerweise auch für ihre Interessenwahrung* - ist, daß das in der Kopfzeile genannte Merkmal im deutschen System seine spezifische Ausprägung aufweist. Diese Eintragungen stellen somit Hypothesen dar, deren Begründung hier allein aus Raumgründen nicht geliefert werden kann.<sup>35</sup> Beispielsweise steht der voll ausgefüllte schwarze Punkt in der Spalte "Transparenz" und der Zeile "Haushalte als blockholders (oder Großaktionäre)" für die Hypothese, daß ein niedriges Ausmaß an Transparenz für die Rolle von Familien mit großen Aktienpaketen im deutschen insider control system wichtig ist. Wäre die Transparenz stärker, hätten diese Familien kein ökonomisches Motiv, Großaktionäre und aktive Eigentümer zu sein.<sup>36</sup> Ein leerer Kreis bedeutet, daß das betreffende Merkmal, z. B. der geringe Minderheitenschutz, für die Rolle von Kleinaktionären im Corporate-Governance-System keine Bedeutung hat. Der Grund dafür ist,

---

<sup>35</sup> Die Ausarbeitung der Begründung dieser Hypothesen ist Gegenstand der laufenden Forschungsarbeit. Entsprechend können einige der Eintragungen nur als sehr vorläufige Hypothesen gewertet werden.

<sup>36</sup> Vgl. dazu Böhmer (1998).

daß in Deutschland "hostile takeovers" kein Governance-Instrument sind.<sup>37</sup> Ein halb ausgefüllter Kreis steht für eine mittlere Bedeutung.

Die Schlußspalte zeigt, welche Bedeutung den Stakeholdergruppen für die Steuerung und die Kontrolle der Unternehmen zukommt, und entsprechend gibt die unterste Zeile die Bedeutung der einzelnen institutionellen Merkmale in ihrer jeweiligen Ausprägung an.

Abbildung 1: Corporate Governance in Deutschland

		Information		Finanz. Ansprüche			Recht				Gesellschaft i.w.S.				
		Transparenz (Publizität)	Rechnungslegung	Festbetragsansprüche	Depotsstimmrecht	Eigentumsstruktur	Verflechtungen	Boardstruktur	Übernahmeregeln	Minderheitenschutz	Konkursrecht	Politischer Einfluß	Soziale Netzwerke	Pensions-system	
Aktionäre	Haush.(Streu)	○	○	○		○	○	○	○	○	○	◐	○	○	◐
	Haush.(Block)	●	◐	○		●	◐	○	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐
	Unternehmen	○	◐	◐	○	●	●	◐	○	●	○	◐	○		◐
	NBFI	○	◐	○	◐	○	○	◐	○	◐	○	○	○	○	◐
Banken	◐	◐	●	●	◐	◐	◐	◐	◐	●	●	◐	◐	○	◐
Manager	●	◐		○	○	●	◐	●	●	○	◐	○	◐	◐	◐
Mitarbeiter	○		●		○		●	◐			◐	◐	◐	◐	◐
Staat	○	◐	○		○		◐				◐	●	○		◐
Systemrelevanz		◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐	◐

Betrachtet man die in der hinteren Spalte dargestellten Ergebnisse, sieht man, daß mehreren Stakeholdergruppen eine beträchtliche Bedeutung für die Corporate Governance in Deutschland zukommt. Dies bestätigt die Einstufung des deutschen Systems als einer Koalition einflußreicher Partner. Die Kleinaktionäre und die Nicht-Bank-Finanz-Intermediäre (NBFI), die als individuelle

<sup>37</sup> Dieses Beispiel macht auch deutlich, daß man eine solche Eintragung nicht als Aussage, die Ausprägung des betrachteten Merkmals sei für die betrachtete Gruppe nicht wichtig, mißverstehen darf. Natürlich ist es auch in Deutschland für Kleinaktionäre wichtig, ob sie geschützt sind.

oder institutionelle Investoren nur an Dividenden und Kurssteigerungen interessiert sind, spielen als einzige Gruppe keine Rolle, sie haben eine geringe "Systemrelevanz".

Die unterste Zeile läßt eine dazu passende Gewichtung der Corporate Governance-Elemente erkennen. Die Einflußnahme und Kontrolle des Managements durch die einflußreichen Stakeholder, die zwei Gruppen von Großaktionären, die Banken und die Mitarbeiter, setzen voraus, daß der Aktienbesitz konzentriert ist, daß Verflechtungen möglich und verbreitet sowie daß Aufsichtsräte so zusammengesetzt sind, wie dies in Deutschland der Fall ist, bzw. daß die Rechtsstellung von Gläubigern allgemein und speziell im Konkursfall stark ist. Hingegen ist all das, was eher den Interessen der "Nur-Aktionäre" dienen würde, auch für die Funktionsfähigkeit des deutschen Corporate-Governance-Systems von geringer Bedeutung. In ihrer Gesamtheit bestätigt die untere Zeile, daß das deutsche Corporate-Governance-System kein Outsider-System und nicht Teil eines kapitalmarktorientierten Finanzsystems ist.

Die an die Punkte in der letzten Spalte und der untersten Zeile angehängten Pfeile zeigen die Richtung von Veränderungen der letzten Jahre an. Man erkennt daran, daß erstens das Ausmaß der Veränderungen gering ist und zweitens, daß sich - mit einer Ausnahme - alle Änderungen auf nicht sehr bedeutende Teile des Systems beziehen. Dies läßt den Schluß zu, daß sich die Grundstruktur der Corporate Governance in Deutschland nicht verändert hat.

#### **IV. Corporate Governance in Großbritannien**

##### **1. Die Grundstruktur**

In der angloamerikanischen Literatur und Praxis wird der Begriff der Corporate Governance auf die rechtlichen und ökonomischen Beziehungen zwischen Aktionären und Management reduziert. Dies reflektiert einen Grundzug des britischen Corporate-Governance-Systems: Es ist interessenmonistisch, und die einzigen legitimen Stakeholder sind die Aktionäre, vor allem diejenigen mit ausschließlichen Interessen an Ausschüttungen und Kurssteigerungen und ohne sonstige Bindungen an das Unternehmen. Hinsichtlich anderer Gruppen, die mit den Großunternehmen in einer engen Beziehung stehen, wie Mitarbeiter, Abnehmer und Lieferanten, Banken und andere Gläubiger sowie Staat und Gesellschaft, wird unterstellt, daß ihre Interessen hinreichend durch Gesetze, Verträge und die relevanten Märkte abgesichert sind. Sie gelten nicht als Stakeholder im Sinne der obigen Definition. Das muß nicht heißen, daß sie auch für die Funktionsfähigkeit der Governance-Mechanismen irrelevant sind, doch weitgehend ist dies der

Fall. Es bedeutet erst recht nicht, daß ihre Interessen nicht wichtig wären oder gar verletzt würden.

Rechtlich hat das Management eine "fiduciary duty of honesty and loyalty and a duty of care and skills"<sup>38</sup> gegenüber den Aktionären. Diese vage Formulierung wird allgemein als die Festlegung auf das alleinige Ziel der Maximierung des Shareholder Value verstanden.<sup>39</sup> Die Diskussion über das britische Corporate-Governance-System konzentriert sich deshalb auch auf die Wirksamkeit von Mechanismen, die sicherstellen sollen, daß sich das Management uneingeschränkt und zudem erfolgreich diesem Ziel widmet.

Das hohe Niveau der Unternehmenspublizität, der Kapitalmarktorganisation und des Kapitalmarktrechts in Großbritannien lassen die Vermutung angemessen erscheinen, daß die Börsenkursentwicklung ein verlässlicher Indikator der Unternehmenslage und zugleich der Leistung des Managements ist. Aber nicht nur der Aktienmarkt, sondern auch andere Märkte – und damit das Verhalten von Akteuren, die nicht innerhalb des Unternehmens stehen – haben in Großbritannien eine Steuerungsfunktion. Deshalb wird das britische Corporate-Governance-System zutreffend als outsider control system klassifiziert.

Gleichwohl beginnen wir mit einem Blick auf die internen Kontrollmechanismen. Zentrales Element der Unternehmensverfassung ist das board of directors, der aus geschäftsführenden, "executive directors" und (externen) "non-executive directors" besteht. Das Board vereinigt somit sowohl Leitungs- als auch Kontrollfunktionen auf sich. Die non-executive directors werden als Vertreter der Aktionäre betrachtet. Ihnen fällt die Aufgabe zu, das Management, also die executive directors zu kontrollieren. Um dies tun zu können, sollten sie vom Management unabhängig, gut informiert und mit dem Recht ausgestattet sein, wenn auch nur in sehr beschränktem Maße, Entscheidungen zu beeinflussen.<sup>40</sup> Faktisch scheint die Kontrolle durch die non-executive directors jedoch wenig effektiv zu sein.

Die rechtliche Stellung der Aktionäre unterscheidet sich nicht wesentlich von der deutscher Aktionäre. Ihr direkter Einfluß ist im allgemeinen sehr schwach, und Hauptversammlungen sind

---

<sup>38</sup> Vgl. Stapledon (1996), S. 13.

<sup>39</sup> Die Vagheit dieser Verpflichtungen äußert sich auch darin, daß sie noch nie gerichtlich eingeklagt wurden. Vgl. Franks/Mayer/Renneboog (1998).

<sup>40</sup> Die Rollen des CEO und des chairman lassen sich nicht immer genau unterscheiden. In manchen Unternehmen werden beide Ämter von einer Person ausgeübt. Wenn die Funktionen getrennt sind, was immer häufiger der Fall ist, scheint auch im Board der CEO stärker den executive directors vorzustehen



eher belanglose Formalitäten, solange keine außergewöhnlichen Entscheidungen anstehen.<sup>41</sup> Maßgeblich für ihren indirekten Einfluß ist, daß sie ihre Aktien ohne jede Beschränkung verkaufen und dadurch Druck auf den Aktienkurs und mittelbar auf das Management auslösen können, da das Board und speziell dessen externe Mitglieder einen Kursverlust zum Anlaß für unbequeme Fragen, Kritik und Sanktionen bis hin zur Entlassung der Spitzenmanager nehmen können.

Einen direkten Einfluß auf die Entscheidungen des Managements könnten möglicherweise die Großaktionäre ausüben. Großaktionäre großer britischer Unternehmen sind vornehmlich institutionelle Investoren, andere Unternehmen und Familien.<sup>42</sup> Im Allgemeinen scheinen die institutionellen Investoren aber wenig Interesse an einem Sitz im Board zu haben,<sup>43</sup> was vermuten läßt, daß sie auch keinen direkten Einfluß wünschen. Dies ist konsequent, denn ein solcher Wunsch würde voraussetzen, daß ihre Interessen am Unternehmen langfristiger Natur sind. Wegen der auf eine kurzfristige Performancebeurteilung ausgerichteten Anlagestrategien scheint dies aber nicht der Fall zu sein. Wie die anderen Gruppen von Großaktionären ihren vermutlich vorhandenen Einfluß zur Geltung bringen, ist nicht bekannt.

Die interne Kontrolle ist in Großbritannien eher schwach ausgebildet. Soweit sie doch eine Rolle spielt, knüpft auch sie an den Kapitalmarkt an. Man kann sie deshalb als einen internen Hebel zur Verstärkung der externen Kontrolle einstufen. Dies leitet über zur zweiten Säule der Corporate Governance in Großbritannien: der Kontrolle durch den Kapitalmarkt.

Hier lassen sich drei Mechanismen unterscheiden, die je nach dem Ausmaß von Problemen der Unternehmen bzw. in deren Management zum Tragen kommen.

Der erste Mechanismus ist bereits angesprochen worden: Wird das Unternehmensergebnis oder die angekündigte Unternehmensstrategie an der Börse negativ bewertet, fällt der Aktienkurs. Der "chief executive officer" (CEO) und andere executive directors können im Extremfall mit ihrer Entlassung rechnen, wenn es keine plausiblen Gründe für den Kursverfall gibt und die non-executive directors eine starke Position haben. Deshalb wird das Management bemüht sein, solche Situationen zu vermeiden.

---

und für die Unternehmensstrategie verantwortlich zu sein als der Chairman, der das Unternehmen stärker nach außen vertritt und die Rolle eines Koordinators des Board spielt. Vgl. Charkham (1994), S. 270f.

<sup>41</sup> Vgl. OECD (1998a).

<sup>42</sup> Vgl. Franks/Mayer (1995).

<sup>43</sup> Es lassen sich keine Belege dafür finden, daß von ihrer Seite Anstrengungen unternommen werden, ihre Position zu stärken. Vgl. Goergen/Renneboog (1998) und Stapledon (1996). Ein wesentlicher Grund hierfür

Der zweite Mechanismus sind feindliche Übernahmen bzw. die Gefahr, daß es dazu kommt. Eine feindliche Übernahme ist in der Regel mit der Entlassung des gesamten Board und möglicherweise anderer hochrangiger Mitarbeiter verbunden. Dies müßte das Management dazu anreizen, sich so zu verhalten, daß eine feindliche Übernahme möglichst unwahrscheinlich wird. Am besten erreichbar ist dies durch eine Politik, die eine Übernahme möglichst teuer macht, also den Kurs so sehr wie möglich steigert - genau wie es die Aktionäre wünschen.

Im Prinzip ist dieser Mechanismus geradezu ideal. Er führt zu einer weitgehenden Zielangleichung zwischen Management und Aktionären und paßt genau in das marktorientierte britische System. In der Praxis scheint er allerdings nicht so effektiv zu sein, denn die Zahl der "hostile takeovers" ist seit Mitte der 80er Jahre stetig gesunken.<sup>44</sup> Dafür gibt es mehrere Gründe.<sup>45</sup> Möglicherweise hat der starke Minderheitenschutz<sup>46</sup> im Falle eines Erfolgs feindliche Übernahmen inzwischen zu teuer werden lassen. Außerdem haben Aktionäre möglicherweise kein Interesse daran, ihre Aktien gerade dann zu verkaufen, wenn sie erwarten können, daß eine Übernahme zu einem Wechsel im Management und damit zu einer Kurssteigerung führt. Für die Aktionäre birgt eine Übernahme kaum ein Risiko ausgebeutet zu werden, denn der City-Code on Takeovers and Mergers gilt im internationalen Vergleich als besonders minderheitenfreundlich.

Parallel zur Abnahme der Takeover-Aktivität konnte eine Steigerung der Bildung und des Handels von Anteilsblöcken festgestellt werden.<sup>47</sup> Dies ist die Grundlage des dritten kapitalmarktbezogenen Mechanismus, denn der Blockhandel dient auch der Kontrolle und Disziplinierung des Managements, weil er oft mit einem Austausch des Managements verbunden ist, wenn sich der Kurs nicht so entwickelt, wie es die Aktionäre erwarten. Die Bedeutung dieses Mechanismus ist stark von der (finanziellen) Situation des Unternehmens, seiner Größe und seiner Eigentümerstruktur abhängig. Großaktionäre, vor allem Unternehmen,

---

ist auch die Insiderregelung. Direkter Kontakt zum Unternehmen würde zur Folge haben, daß Verkaufs- und Kaufentscheidungen der institutionellen Investoren behindert würden.

<sup>44</sup> Wie auch in den USA traten in Großbritannien Übernahmen in der Vergangenheit in Wellen auf, was gegen die Einschätzung spricht, daß ihre primäre Funktion die der Managerkontrolle sei.

<sup>45</sup> Vgl. zu theoretischen Argumenten grundlegend Grossmann/Hart (1980).

<sup>46</sup> Dieser kommt in der mandatory bid rule am stärksten zum Ausdruck.

<sup>47</sup> Ob dies eine wirkliche oder nur eine scheinbare Veränderung darstellt, ist allerdings unklar, denn zeitgleich sind die Offenlegungspflichten für Aktienpakete - von 5% auf 3% - verschärft worden.

erhöhen ihren Anteil, wenn finanzielle Krisen auftreten und erwirken eine Auswechslung des Board sowie eine Veränderung der Geschäftsstrategie.<sup>48</sup> Dem Handel von Aktienpaketen könnte in der Zukunft eine noch größere Rolle als Kontrollinstrument zukommen, unter anderem deshalb, weil er nicht wie der der öffentlichen Übernahmeangebote durch "überzogene" Minderheitenschutzregeln behindert wird.

Die Funktionsweise des britischen Governance-Systems beruht somit auf der Voraussetzung eines funktionierenden Kapitalmarktes. Dies bestimmt auch weitgehend die Fristigkeit von Unternehmensstrategien und die Verträge, die von den Unternehmen geschlossen werden. Sie sind eher kurzfristiger und expliziter Natur und entsprechen insofern eher dem theoretischen Bild von Marktbeziehungen als dem von Partnerschaften.

Ein naheliegendes Beispiel dafür sind die Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken. Im internationalen Vergleich sind Bankkredite in Großbritannien kurzfristiger und besser besichert.<sup>49</sup> Dadurch können sich die Banken im Falle einer Bonitätsverschlechterung schneller von einem Unternehmen zurückziehen als in Deutschland und Frankreich. Deshalb sind sie auch weniger auf Einwirkungsrechte angewiesen, und sie suchen und haben solche Rechte auch nicht. Aus demselben Grund fehlt ihnen auch der ökonomische Anreiz, die Fähigkeit zu entwickeln, Unternehmen in Krisen beizustehen, um ihre Engagements zu schützen.<sup>50</sup> Die kürzeren Kreditlaufzeiten bringen es zudem mit sich, daß sich Unternehmen relativ häufig am Markt einer Bewertung aussetzen müssen. Um in diesem Falle eine gute Verhandlungsposition zu sichern, müssen die Unternehmen "präventiv" ihre Bonität sicherstellen und diese auch sichtbar machen. Insofern haben Banken auch Einfluß auf Unternehmensentscheidungen, ohne intern "mitreden" zu wollen und zu müssen. Ähnliche Überlegungen dürften auch für die Beziehungen von Unternehmen zu ihren Mitarbeitern gelten. Es gibt in Großbritannien eine höhere Fluktuation und bessere "exit options" für beide Seiten, und gerade deshalb auch keine Mitbestimmung.<sup>51</sup>

## 2. Stärken und Schwächen

---

<sup>48</sup> Es konnte empirisch nachgewiesen werden, daß bei Unternehmen, deren Performance sich verschlechtert hat und bei denen deshalb eine Zunahme des Blockanteils durch ein Industrieunternehmen erfolgte, relativ häufiger eine Auswechslung des Managements stattgefunden hat als beispielsweise bei Unternehmen, deren Großaktionär ein institutioneller Anleger ist. Vgl. Franks/Mayer/Renneboog (1998).

<sup>49</sup> Vgl. Borio (1995), S. 62ff.

<sup>50</sup> Vgl. Hackethal/Tyrell (1998).

Alle Stärken und Schwächen des britischen Corporate-Governance-Systems sind mit seiner starken Marktorientierung, dem Interessenmonismus und dem Fehlen langfristiger Beziehungen als Funktionsmechanismus verbunden. Die folgenden sind die wichtigsten Stärken:

- (1) Bindung an Aktionärsinteressen: Das britische Corporate-Governance-System kombiniert starke Anreize für das Management, sich im Sinne der Aktionäre zu verhalten, mit einer klaren und einfachen Zielformulierung und guten Möglichkeiten, die Aufgabenerfüllung zu messen und an das Ergebnis der Messungen Sanktionen anzuschließen.
- (2) Innovationsfähigkeit: Es unterstützt den Kapitalmarkt und stärkt ihn zugleich. Das nützt besonders jungen innovativen Unternehmen mit hohem externen Finanzierungsbedarf.
- (3) Flexibilität: Die Funktionsfähigkeit des britischen Systems beruht nicht auf langfristigen Bindungen. Dies erleichtert schnelle und radikale Umstellungen, wo diese nötig sind.
- (4) Transparenz und Legitimität: Das System ist einfach und damit auch transparent, und es fordert und fördert die Transparenz bei den Unternehmen: Dies könnte auch seine gesellschaftlich-politische Akzeptanz fördern.

Dem stehen allerdings auch Schwächen gegenüber:

- (1) Kurzfristorientierung: Ein Corporate-Governance-System, das keine Rolle für langfristige Bindungen vorsieht, schafft auch keine Anreize, implizite Verträge zu schließen und in unternehmensspezifisches Humankapital zu investieren, und es reduziert generell die Bereitschaft zu kooperativem Verhalten bei Interessenkonflikten.
- (2) Kapitalmarktbindung: Der Kapitalmarkt bewertet nur, was er beurteilen kann. Entscheidungen, die auf unternehmensspezifischem Wissen beruhen, kann er nur schwer beurteilen. Dies schwächt die Anreize für das Management, vorteilhafte Investitionen zu tätigen, die der Kapitalmarkt nicht beurteilen kann und deshalb nicht honoriert.<sup>52</sup>
- (3) Kontrolldefizit: Soweit sie nicht an Kapitalmarktentwicklungen anknüpfen kann, ist die interne Kontrolle im britischen System zu schwach.

Gerade im Vergleich zu Deutschland verdeutlicht diese Gegenüberstellung der Stärken und Schwächen, daß das britische Corporate-Governance-System für bestimmte Branchen eine

---

<sup>51</sup> Vgl. Siebert (1997).

geeignete Form der Unternehmenskontrolle gewährleisten und deshalb auch in diesen Branchen Wettbewerbsvorteile schaffen kann, während es zu anderen Branchen eher nicht paßt.

### 3. Aktuelle Entwicklungen

Die Corporate Governance ist Gegenstand zahlreicher Änderungen, die bereits angesprochen worden sind. Doch gravierend erscheinen sie alle nicht. Hier sind zuerst die rechtlichen und "rechtsähnlichen" Änderungen zu nennen. Rechtliche Änderungen ergeben sich aus der europäischen Harmonisierung. Aber wie dargestellt, betreffen diese ohnehin fast nur die Rechnungslegung und das Kapitalmarktrecht, und gerade in diesen Bereichen ist der Änderungsbedarf in Großbritannien gering, weil sich die europäischen Normen im Kapitalmarktrecht an britischen Vorbildern orientieren und bei den Rechnungslegungsregeln Wahlrechte bestehen.

In Großbritannien hat die "self regulation" eine große Bedeutung. Rechtsähnliche Änderungen fallen in diesen Bereich. Hier sind die am meisten diskutierten und unmittelbar die Corporate Governance betreffenden Entwicklungen die "Reports" mehrerer nach ihren Vorsitzenden benannter Sachverständigenkommissionen zu nennen, deren meist auf die Analyse der "best practice" gestützten Empfehlungen schließlich für börsennotierte Unternehmen verbindlich gemacht werden. Der erste und einflußreichste dieser Reports ist der Cadbury-Report. Er befaßt sich mit der unternehmensinternen Kontrolle britischer Unternehmen und kommt zu dem Ergebnis, daß sie durch eine Stärkung der Stellung der non-executive directors zu verbessern sei. Dazu wird die Trennung der Funktionen von "chairman" und CEO und die Bildung von audit und compensation committees des Board empfohlen. Diese Ausschüsse sollen nur mit externen Direktoren besetzt werden. Inzwischen hat die Londoner Börse die Befolgung dieser Empfehlung zur Bedingung für ein "listing" gemacht. Die Umsetzung ist inzwischen weitgehend erfolgt.

---

<sup>52</sup> Es gibt aber auch eine entgegengesetzte Tendenz: Gerade wenn der Markt solches Wissen nicht beurteilen kann, bestehen Anreize für Manager, es zu sammeln und zu horten und sich mit seiner Hilfe in kritischen Situationen für ihr Unternehmen unverzichtbar zu machen. Vgl. Stiglitz/Edlin (1992).

Die nachfolgenden Empfehlungen der Hampel- und Greenbury-Kommissionen zielen in eine ähnliche Richtung, formulieren allerdings in einigen Punkten strengere Forderungen. Die Anzahl der Reports und die Kürze des Zeitraums innerhalb dessen sie ausgearbeitet wurden, deutet darauf hin, daß ihre Empfehlungen wenig bewirkt haben. Dies kann daran liegen, daß eine Stärkung der internen Kontrolle sich nicht mit dem Funktionsprinzip des britischen Corporate-Governance-Systems vereinbaren läßt.

Die Schwächen der internen Kontrolle werden auch von den Kapitalmarktteilnehmern erkannt. Die einzige Gruppe unter ihnen, die eine Änderung herbeiführen könnte, sind die institutionellen Investoren. Ihr Anteilsbesitz hat in letzter Zeit so stark zugenommen, daß ihnen dies ein passives Verhalten erschwert, denn inzwischen würden sie mit Aktienverkäufen die Kurse drücken und sich dadurch selbst schaden.<sup>53</sup> Neuere empirische Untersuchungen zeichnen jedoch ein ambivalentes Bild von ihrer Neigung, bei der internen Kontrolle eine aktive Rolle zu übernehmen. Sie scheinen allenfalls dann aktiv einzuschreiten, wenn sich ein Unternehmen in einer wirklich prekären Situation befindet.<sup>54</sup> Sonst bleiben sie trotz ihrer gestiegenen Marktmacht bei dem bewährten Mechanismus des outsider control system, Mißfallen durch Anteilsverkauf zum Ausdruck zu bringen.

#### **4. Vorläufige Einschätzung**

Das britische Corporate-Governance-System ist ebenfalls konsistent. Es beruht auf der Kontrolle durch den Kapitalmarkt. Die interne Kontrolle ist gering entwickelt. Dies stärkt allerdings gerade die Funktionsfähigkeit der externen Kontrolle, denn es verhindert, daß Interessen- und Informationsunterschiede die Eindeutigkeit der Orientierung am Ziel der Marktwertmaximierung, die weitgehende Vereinbarkeit von Manager- und Aktionärsinteressen und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in Frage stellen. Als eine Koalition von mehreren potentiellen Stakeholdergruppen wäre das britische System als eine gleichgewichtige Koalition mit einer geringen Konflikintensität zu kennzeichnen. Deshalb hat – und braucht – auch keine Gruppe außer den Managern selbst eine starke Stellung.

Weil es konsistent ist, ist das britische outsider control system auch stabil. Trotz einiger Ansätze zum Ausbau der internen Kontrolle hat es in den letzten Jahren keine Änderung der Systemcharakteristik gegeben. Selbst die institutionellen Investoren haben ihr passives

---

<sup>53</sup> Vgl. ausführlich Stapledon (1996).

Rollenverständnis weitgehend beibehalten, obwohl sie zu so großen Anteilseignern geworden sind, daß es für sie naheläge, sich auf Mechanismen der internen Kontrolle einzulassen. Daraus läßt sich der Schluß ziehen, daß unabhängig davon, woher Anstöße zu partiellen Änderungen kommen, sich diese in einem konsistenten System nicht durchsetzen können. Die beobachtbare Resistenz gegen Änderungstendenzen bestätigt damit indirekt unsere Einschätzung, daß das britische Corporate-Governance-System konsistent ist.

## **V. Corporate Governance in Frankreich**

### **1. Die Grundstruktur**

Wie nahezu alle Beobachter betonen, spiegeln sich in Frankreich noch deutlicher als in anderen Ländern in der Corporate Governance die allgemeinen gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse und die Traditionen des Landes wider. Die Hauptelemente dieser Tradition sind der Zentralismus, der Etatismus und der Rationalismus. Zur Tradition gehört auch die Erfahrung der "trente glorieuses", der 30 Jahre nach dem Krieg, in denen in Frankreich ein System der "économie mixte" praktiziert wurde, das im Rückblick als weitgehend erfolgreich wahrgenommen wird. Damit ist die Corporate Governance auch ein Spiegel der in Frankreich besonders ausgeprägten Veränderungen in Staat, Wirtschaft und Gesellschaft. Ohne einen deutlicheren Zeitbezug als im Falle Deutschlands und Großbritanniens kann man nicht einmal den Versuch unternehmen, die Grundstruktur der Corporate Governance in Frankreich zu kennzeichnen. Wir gehen hier von der Situation am Ende der 80er Jahre aus.

Die zentralistische Tradition manifestiert sich unter anderem in der Machtfülle des Staatspräsidenten und der obersten Pariser Bürokratie, die noch bis weit in die 80er Jahre einen starken Einfluß auf Banken und Großunternehmen hat und auch aktiv wahrnimmt, und analog in einer völlig auf die Position des "président directeur général" (PDG) konzentrierten Unternehmensverfassung wiederkehrt. Die etatistische Tradition zeigt sich an der engen Verzahnung von Politik und Wirtschaft, die weit über kapitalmäßige und personelle Verflechtungen hinausgeht. Die rationalistische Tradition ist zum einen an dem generellen Mißtrauen gegenüber "irrationalen", anonymen Marktkräften und einem erstaunlichen Zutrauen in die Planbarkeit gesellschaftlicher Strukturen und Prozesse zu erkennen. Noch deutlicher wird sie daran, daß die Spitzenpositionen in Staat und Wirtschaft von einer über ihre Ausbildung und nicht

---

<sup>54</sup> Vgl. Franks/Mayer/Renneboog (1998) und Goergen/Renneboog (1998).

durch wirtschaftlichen Erfolg oder durch Erfahrungen in der Wirtschaft definierten Elite besetzt werden. Der enge Zusammenhalt dieser von einigen Beobachtern sogar bewußt als Klasse<sup>55</sup> und als Oligarchie<sup>56</sup> bezeichneten Elite ist zugleich ein Zeichen des Zentralismus und des Etatismus, denn das gemeinsame und verbindende Verständnis ihrer Mitglieder ist, daß es auch im Wirtschaftsleben primär darum geht, die Position Frankreichs zu stärken, und daß ihnen die Aufgabe zufällt, dies zu verwirklichen. Anderes, namentlich der Gewinn der Unternehmen, ist sekundär, es dient eher der Absicherung der Macht und damit der Erfüllung der gemeinsamen Mission.

In Frankreich gibt es zwei wählbare rechtliche Strukturen für die Großunternehmung und ihre Verfassung. Bei weitem vorherrschend ist - auch heute noch - das traditionelle System mit einem als "conseil d'administration" bezeichneten Board und einem PDG.<sup>57</sup> Dieser hat zugleich den Vorsitz im conseil inne und leitet die Unternehmung. Er ist der einzige legitime Vertreter der Gesellschaft nach außen. Zwar ist es erlaubt und üblich, daß der PDG, und nicht der conseil ein Gremium oberster Führungskräfte einrichtet, das wie ein Vorstand erscheint. Aber es ist weder rechtlich ein Organ, in das der PDG eingebunden wäre, noch ein realer Faktor, der seine Macht begrenzen würde. Abgesehen von den Fällen, in denen ein einziger starker Eigentümer einen großen Teil der Aktien hält, steht dem PDG auch im conseil d'administration kein wirkliches Gegengewicht gegenüber. Der typische conseil soll entgegen seiner eigentlich nicht schwachen rechtlichen Stellung sowohl von dem eigenen Verständnis seiner Aufgabe her als auch durch die Art seiner Zusammensetzung und durch die Praxis auf eine passive Rolle festgelegt sein. In vielen Fällen scheint der PDG die Zusammensetzung des conseil d'administration weitgehend autonom zu bestimmen.<sup>58</sup>

Die in Frankreich sehr ausgeprägten konzentrierten Beteiligungen des Staates und anderer, teilweise immer noch oder zumindest früher staatlicher, Unternehmen dient als Schutzmechanismus, der den PDG auch vor interner Kritik und Kontrolle abschirmt.<sup>59</sup>

Seit den umfassenden Reformen des französischen Kapitalmarktes Mitte der 80er Jahre könnte dieser im Prinzip eine wichtige Rolle in der Corporate Governance spielen. Rein rechtlich sind

---

<sup>55</sup> So explizit – mit Begründung der Wortwahl – bei Charkham (1994) auf S. 122.

<sup>56</sup> Ähnlich auch Pastré (1998), S. 81f. Man spricht mit dem selben Unterton auch von den "énarches", dem sozialen Netz der Absolventen der ENA. Vgl. Bauer/Bertin-Mouroit (1996).

<sup>57</sup> Es ist zwar auch die Bildung eines zweistufigen Boardsystems zulässig. Diese Option wird fast nie genutzt. Vgl. OECD (1996).

<sup>58</sup> Vgl. zu dieser Charakterisierung Charkham (1994), OECD (1996) und Pastré (1998).



auch feindliche Übernahmen in Frankreich vergleichsweise einfach möglich. Doch auch hier wirken die weitgehend im Zuge der Privatisierung entstandenen "harten Kerne" der mit Verkaufsbeschränkungen versehenen und durch teilweise nicht-öffentliche Absprachen ergänzten staatsnahen "strategischen Beteiligungen" und die vielfältigen sonstigen Kapitalverflechtungen als Schutz des amtierenden Managements. Dies beschränkt die mögliche Wirksamkeit der externen Kontrolle über den Markt für Unternehmenskontrolle. Wichtiger noch erscheint in diesem Zusammenhang die Funktion der hohen Beamten und Politiker, auf formellem und informellem Weg sowie über den nach wie vor starken staatlichen Einfluß auf den Finanzsektor feindliche Übernahmeversuche zu behindern oder völlig zu unterbinden, zumal wenn sie von ausländischen Unternehmen ausgehen.<sup>60</sup>

Der Kapitalmarkt hat auch als Markt für Finanzierungsmittel herkömmlicherweise in Frankreich keine steuernde Funktion, da Großunternehmen in dem als "économie d'endettement" bezeichneten französischen Finanzsystem lange mit einer impliziten Finanzierungsgarantie des Staates und der Banken rechnen konnten.<sup>61</sup> Eine Steuerungsfunktion durch die Bewertung der Aktien auf dem organisierten Kapitalmarkt scheint auch nicht gegeben zu sein, denn die Bereitschaft von Eigentümern und des conseils d'administration, Unternehmensleiter wegen einer schlechten Kursentwicklung unter Druck zu setzen, dürfte gering sein.

Es gibt in Frankreich zwar auch eine sehr abgeschwächte Form der Mitbestimmung über den sogenannten conseil d'entreprise. Zu einer Partizipation der Mitarbeiter auch bei der Corporate Governance wie in Deutschland scheint dies jedoch wegen der traditionellen und grundsätzlichen Konfliktorientierung der Parteien nicht zu führen. Banken halten zunehmend Unternehmensbeteiligungen als Folge von Sanierungen und als strategische Beteiligungen.<sup>62</sup> Aber auch sie verhalten sich weitgehend passiv, selbst wenn sie im conseil d'administration vertreten sind.

Aus alledem entsteht der Eindruck, daß französische Unternehmen bzw. die an ihrer Spitze stehenden Personen, sich verhalten können, wie sie wollen, und faktisch niemandem verantwortlich sind. Der Eindruck trägt, auch wenn die in anderen Ländern als relevant geltenden Kontroll- und Steuerungsmechanismen in Frankreich bis in die 90er Jahre nicht wirksam sind.

---

<sup>59</sup> Vgl. Morin (1995).

<sup>60</sup> Vgl. Cartelier (1994).

<sup>61</sup> Vgl. Bertero (1994).

Denn die Rolle des Staates samt seiner Bürokratie sowie das Netzwerk der Elite in Wirtschaft und Verwaltung erfüllen zumindest teilweise eine ähnliche Funktion. Sie achten darauf, daß die Unternehmensführung das Ziel verfolgt, das ihnen und der sie steuernden Gruppe gemeinsam ist: eine kräftige Wirtschaft zur Stärkung der Nation zu schaffen.

Es ist zwar schwer zu beurteilen, wie stark der über die Kombination von "peer pressure" innerhalb des sozialen und wirtschaftlichen Netzwerks und semi-formaler bürokratischer Kontrolle ausgeübte Druck ist und wie er im Detail wirkt, aber er scheint doch eine gewisse Rolle zu spielen. Im Prinzip könnte er dafür sorgen, daß die Corporate Governance in den wirklich großen Unternehmen funktioniert.

Eine Voraussetzung seiner Wirksamkeit ist, daß diejenigen, die möglicherweise kontrollierend und steuernd Einfluß ausüben, die dafür nötigen Informationen haben. Durch die Verflechtungen über Kapitalbeteiligungen und wechselseitige Mandate in den Verwaltungsräten sowie durch teilweise informelle Berichts- und Konsultationspflichten gegenüber der Bürokratie scheint die Information verfügbar zu sein.

Es gibt auch Sanktionspotentiale. Eines besteht darin, daß die anderen Mitglieder der Elite die Kontrolle über Ressourcen finanzieller und nicht-finanzieller Art haben, die ein PDG braucht, um sein Unternehmen erfolgreich führen und seine Pläne verwirklichen zu können. Sie können ihm Kredite, Eigenkapital, Subventionen, Staatsaufträge, Genehmigungen aller Art, qualifiziertes Personal und nicht zuletzt die so wichtigen Beziehungen vorenthalten. Das schärfste Sanktionspotential besteht allerdings darin, daß ein PDG nach französischem Recht jederzeit und ohne Begründung sein Amt verlieren kann. Dazu genügt es, wie bei einem hohen politischen Beamten, daß er das Vertrauen der ihn stützenden Gruppe verspielt hat.

Aber auch ob und unter welchen Bedingungen dieses Potential genutzt wird, entzieht sich naturgemäß einer genauen Kenntnis. Dies kann kaum anders sein, denn der hier gewiß überzeichnend beschriebene Steuerungsmechanismus hat eine markante Schwäche: Die Vorstellung von der Aufgabe, an deren Erfüllung der einzelne Unternehmensführer – möglicherweise – gemessen und zu der er angehalten wird, ist zwar auch weitgehend die der Personen und Organisationen, die steuernd wirken, gleichwohl ist sie sehr wenig operational. Sie umfaßt neben dem rein wirtschaftlichen Erfolg des geführten Unternehmens auch die aus

---

<sup>62</sup> Hier ist der Sonderfall Crédit Lyonnais zu nennen, den man zu einer "Industriebank" nach dem angeblichen deutschen Vorbild ausgebaut hat. Vgl. Braunberger (1996).

Unternehmenssicht und gesellschaftlicher und politischer Sicht "angemessene" Berücksichtigung der Interessen der anderen Stakeholder der französischen Großunternehmen, d.h. der Arbeitnehmer, der Banken, der Region, des Staates und sogar der gesamten nationalen Wirtschaft. Aber eine so unspezifische Aufgabenstellung eignet sich nicht zur Steuerung über Vorgaben, Erfolgsmessung und die Belohnung bzw. Bestrafung von Erfolg und Mißerfolg. Dies hat zur Folge, daß Sanktionen als pure Willkürakte erscheinen oder aber daß die Kontrolle durch die Bürokratie und innerhalb der Elite allenfalls extremes Fehlverhalten

auszuschließen vermag. Aber selbst vor solchen Maßnahmen schützen der Corpsgeist und das gemeinsame Interesse daran, das System nicht in Mißkredit geraten zu lassen, und zwar gerade dann, wenn das System Belastungen ausgesetzt ist. Es wäre deshalb auch nicht allzu verwunderlich, wenn nach den "Thirty Glorious Years", in denen das System der "exception française" vielleicht gerade wegen dieses oligarchisch-etatistischen Steuerungsmechanismus recht erfolgreich war, die "Ten Shameful (Years)" folgen würden, wie Olivier Pastré skeptisch fragt.<sup>63</sup>

## **2. Stärken und Schwächen**

Folgt man der einfühlsamen Kennzeichnung nationaler Corporate-Governance-Systeme von Charkham und der scharfsinnigen Analyse von Pastré, dann liegt es nahe, die französische Corporate Governance, wie sie sich zum Beginn der 90er Jahre darstellte, durch folgende Stärken und Schwächen kennzeichnen.

- (1) Entscheidungsstärke: Es eröffnete dem Management die Möglichkeit, schnell und entschieden als richtig eingeschätzte Maßnahmen zu ergreifen und umzusetzen, und es erfüllte auch einige der Voraussetzungen dafür, daß gute Entscheidungen getroffen wurden.
- (2) Koordinationsstärke: Es stellte einigermaßen sicher, daß die Abstimmung mit dem Staat und anderen Machtzentren erfolgreich verlaufen konnte, indem es deren Repräsentanten eine Rolle in der Corporate Governance zuwies.
- (3) Breite Interessenbasis: Mittelbar sorgte sie auch dafür, daß die Interessen anderer Stakeholder nicht ganz vernachlässigt wurden.

---

<sup>63</sup> Vgl. Pastré (1998), S. 85.

(4) Konsistenz: Die realisierte Corporate Governance in Frankreich war nach üblichen Vorstellungen möglicherweise sehr eigentümlich, eben die "exception française", aber sie bildete zumindest bei einer wohlwollenden Interpretation ein konsistentes System.

Dem standen allerdings auch damals erhebliche Schwächen gegenüber:

- (1) Sicherung der Kleinaktionäre: Sie war nie ein Anliegen. Die Kleinaktionäre waren nicht gesichert, sie waren faktisch nicht vertreten, und ihre Interessen wurden nicht berücksichtigt.
- (2) Paternalismus: Die Sicherung der Interessen der anderen Stakeholder beruhten mehr auf Paternalismus als auf einem erkennbaren institutionellen Fundament.
- (3) Kontrolldefizit: Die Kontrolle war unterentwickelt. Das galt für die konventionellen Mechanismen der internen Kontrolle über interne Gremien und erst recht für die marktmäßige Kontrolle. Auch von Faktor- und Gütermärkten dürfte keine Steuerungswirkung ausgegangen sein. Die möglicherweise vorhandene Kontrolle durch das Netzwerk der Elite verhinderte allenfalls extremes Fehlverhalten.
- (4) Systemrisiko: Soweit es überhaupt ein konsistentes System darstellte, war es einem beträchtlichen "Systemrisiko" ausgesetzt, d.h. dem Risiko, daß es schon bei geringen Belastungen nicht mehr funktionieren konnte.
- (5) Hybris und "entrenchment": Das System war nicht gefeit gegen die Tendenzen der Machthaber in den Unternehmen, sich und ihre Rolle zu überschätzen und sich in ihren Positionen einzugraben und zu verschanzen.

### 3. Aktuelle Entwicklungen

Schon in den 80er Jahren und zunehmend in den 90er Jahren änderte sich das institutionelle, politische und wirtschaftliche Umfeld, in das die Corporate Governance in Frankreich eingebettet ist und von dem seine bedingte Funktionsfähigkeit wesentlich abhing. Der Staat und die Bürokratie modernisierten sich und reduzierten das Maß ihrer Einflußnahme in der Wirtschaft. Die Bildungs- und Karriereelite verlor an Glanz, Ansehen und Einfluß. Die "économie mixte" wurde zugunsten einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung aufgegeben. Der Staat reduzierte seine Rolle im Finanzsystem.<sup>64</sup> Liberalisierung, Privatisierung und die Übertragung von Kompetenzen auf die europäischen Autoritäten nahmen dem Staat weitgehend die Machtmittel, mit denen er die

---

<sup>64</sup> Vgl. Faugère/Voisin (1994) und Plihon (1998).

Großunternehmen stützen, zugleich aber auch ihre Führung disziplinieren konnte. Sogar die "noyaux durs" lösen sich inzwischen mit Wissen und Wollen der staatlichen Autoritäten auf. Dadurch entsteht ein Machtvakuum, das das alte Problem der zu geringen "accountability" der machtvollen PDG massiv verschärft.<sup>65</sup>

Auch im Kernbereich der Corporate Governance hat sich einiges verändert. Wie in Großbritannien gibt es auch in Frankreich Kommissionen und Expertenberichte, die die Corporate Governance modernisieren und weitgehend nach angelsächsischem Muster umgestalten wollen. Der bezeichnenderweise zuerst in Englisch veröffentlichte "Raport Viénot" stellt einen Versuch dar, nach dem Vorbild des Cadbury-Report durch institutionelle Reformen auf der Ebene des conseil d'administration die internen Steuerungs- und Kontrollmechanismen zu stärken, um damit wohl vor allem ausländische Investoren anzulocken. Isoliert betrachtet sind diese Reformen sinnvoll. Aber sie bedeuten keine Strukturänderungen, denn es bleibt bei Appellen an das Pflichtgefühl der externen Mitglieder der Verwaltungsräte; die Machtposition der PDG wird nicht angerührt. Zugleich werden nach der Modernisierung des gesamten Finanzsystems Hoffnungen in die Kapitalmarktkontrolle und hier besonders auf die ausländischen "zin zin", die institutionellen Investoren, gesetzt.<sup>66</sup> Aber daß eine bessere Unternehmenskontrolle nicht allein durch die Zulassung von feindlichen "offres public d'achat" zu erreichen ist und daß eine Stärkung der Kapitalmarktkontrolle, die vor allem gleichverteilte Informationen voraussetzt, kaum vereinbar ist mit den Reformen der internen Kontrollmechanismen, für die Informationsvorteile wesentlich sind, wird kaum thematisiert. Nicht alle offres public d'achat haben eine Corporate-Governance-Funktion, wie selbst die britischen Erfahrungen lehren. Die Reformansätze sind vielfältig und in einigen Punkten auch weitreichend, aber ein konsistentes Konzept und die Umrise eines zukünftigen Systems sind (noch) nicht erkennbar.

#### **4. Vorläufige Einschätzung**

Die Corporate Governance in Frankreich entsprach nie dem Bild eines funktionsfähigen insider control system noch dem eines outsider control system. Berücksichtigt man nur diese beiden Typen, dann hatte Frankreich noch nie ein "richtiges" Corporate-Governance-System. Wie in vielen anderen Hinsichten war – und ist – Frankreich aber ein Sonderfall. Bezieht man den Staat und das Netzwerk der Elite in die Betrachtung ein, dann kann man für die Zeit bis zum Ende der

---

<sup>65</sup> Vgl. Charkham (1994), S. 152f.

<sup>66</sup> Vgl. Burkart (1997) und Bourven (1997).

80er Jahre wenigstens vermuten, daß es ein konsistentes, dabei allerdings nicht sehr wirksames, Corporate-Governance-System gegeben hat, das immerhin eine gewisse Ähnlichkeit zu einem insider control system aufwies. Neben der besonderen Rolle des Staates und der Elite sind Eigentums- und Machtkonzentration in ihm sehr ausgeprägt und für seine Funktionsfähigkeit wichtig, während Marktmechanismen keine Rolle spielen.

Inzwischen hat sich viel verändert, und viele der Änderungen scheinen für sich genommen auch sehr sinnvoll zu sein. Gleichwohl haben sie insgesamt dazu geführt, daß das alte System weitgehend seinen Charakter als staatsorientiertes System und damit auch seine Konsistenz eingebüßt hat. Ob die Vorteile durch die einzelnen Reformen oder der Nachteil des Verlustes an Konsistenz überwiegen, läßt sich nicht sagen. Jedenfalls gibt es derzeit in Frankreich kein "System" der Corporate Governance, das diese Bezeichnung verdienen würde.

## **VI. Zusammenfassung, Wertung und Ausblick**

### **1. Ist bisher eine Angleichung erfolgt?**

Der Blick auf die drei Corporate-Governance-Systeme Deutschlands, Großbritanniens und Frankreichs zeigt markante Unterschiede sowohl in Einzelheiten der hier relevanten Regulierung und der Praxis als auch in der Systemcharakteristik und auch den Veränderungen. Die Ergebnisse spiegeln sich in Abbildung 2 wider, die die Überlegungen zusammenfassen, wie sie für den Fall der deutschen Corporate Governance in Abbildung 1 dargestellt worden sind. Die linke Hälfte der Abbildung 2 enthält für die drei Länder, was exemplarisch für Deutschland in der letzten Spalte der Abbildung 1 steht, die Bedeutung der Stakeholdergruppen, und die rechte Hälfte faßt die Eintragungen der untersten Zeile, die Bedeutung der institutionellen Merkmale, zusammen.<sup>67</sup>

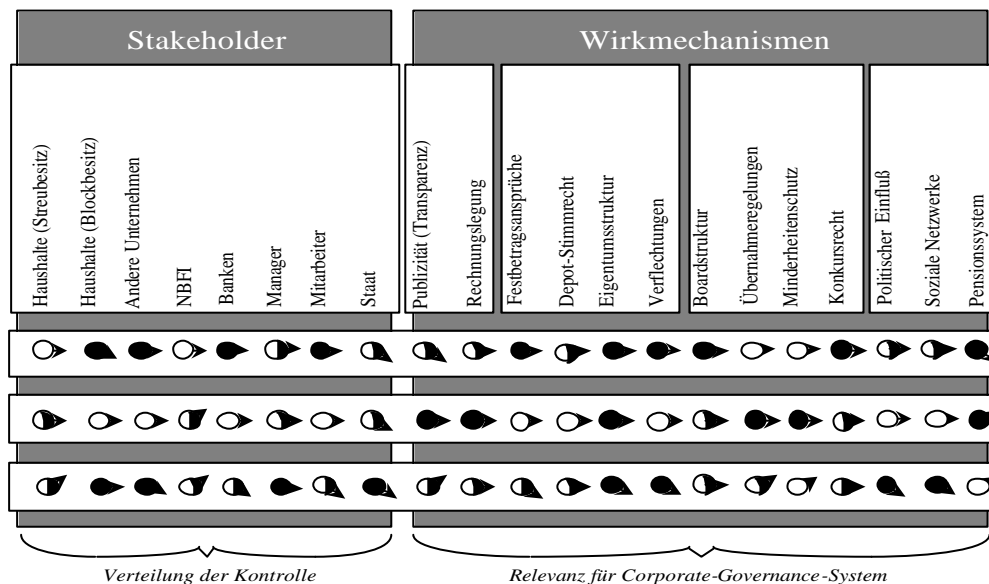
Das Corporate-Governance-System in Deutschland ist ein insider control system. Einfluß und Kontrolle werden von Akteuren ausgeübt, die privilegierten Zugang zu unternehmensinternen Informationen und Entscheidungsträgern haben. Sowohl einflußreich und dadurch fähig, eigene Interessen einzubringen, als auch wichtig für die Funktionsfähigkeit des Systems als ganzes sind mehrere Gruppen von Stakeholdern. Dazu gehören Großaktionäre, Arbeitnehmer- und

---

<sup>67</sup> Der Abbildung 2 liegen auch entsprechende, in diesem Beitrag aber nicht wiedergegebene Abbildungen in Analogie zu Abbildung 1 für Großbritannien und Frankreich zugrunde.

Gewerkschaftsvertreter, Banken und Topmanager, hingegen nicht die Kleinaktionäre. Marktmäßige Steuerungs- und Kontrollmechanismen spielen keine Rolle.

Abbildung 2: Vergleich der Corporate-Governance-Systeme



Die Beziehungen der einflußreichen Gruppen untereinander sind geprägt durch eine Mischung aus Konflikt und Konsens. Wenigstens im Prinzip besteht ein Machtgleichgewicht einerseits im Aufsichtsrat und andererseits zwischen Aufsichtsrat und Vorstand, und dies ist - wiederum wenigstens im Prinzip - ein Gleichgewicht mit einer potentiell hohen Konfliktintensität. Die Rekonstruktion des deutschen Corporate-Governance-Systems läßt die Vermutung zu, daß die Rollen der Stakeholdergruppen einerseits und die funktionale Bedeutung der verschiedenen Mechanismen und institutionellen Elemente der Corporate Governance andererseits gut aufeinander abgestimmt sind. Insofern kann man von einem "System" im Sinne einer konsistenten Konfiguration komplementärer Elemente sprechen. Nicht zuletzt deshalb dürfte die

Systemcharakteristik auffallend stabil sein, wie die Eintragungen in der oberen Zeile der Abbildung 2 erkennen lassen.

Das Corporate-Governance-System Großbritanniens unterscheidet sich von dem deutschen grundlegend, wie schon der Vergleich der beiden entsprechenden Zeilen in Abbildung 2 erkennen läßt. Keine Gruppe kann einen ausgeprägten direkten Einfluß ausüben, denn nicht Personen und Interessengruppen, sondern anonyme marktmäßige Mechanismen steuern das britische System. Dieses System ist eindeutig ein outsider control system, und es ist auch als ein Machtgleichgewicht deutbar, das aber im Gegensatz zum deutschen durch eine niedrige Konfliktintensität gekennzeichnet ist. Auch das britische System ist konsistent, was besonders an der unzweifelhaften Orientierung an dem "eindimensionalen" Ziel der Shareholder-Value-Maximierung erkennbar wird. Die Konsistenz des britischen Corporate-Governance-Systems läßt zum einen vermuten, daß es funktionsfähig ist; und zum anderen, daß es recht stabil ist, wie auch aus der mittleren Zeile in Abbildung 2 erkennbar wird.

Die Corporate Governance in Frankreich weist zugleich Elemente der "insider control" und der "outsider control" auf. Beide sind aber nicht eindeutig ausgeprägt, und sie passen unter funktionalen Aspekten nicht zusammen. Früher bildete der staatliche Einfluß und die "peer control" der Elite ein gewisses Gegengewicht gegenüber der machtvollen Stellung des PDG in den französischen Großunternehmen. Deshalb kann man rückblickend möglicherweise von einem annähernd konsistenten System sprechen, das sich allerdings der herkömmlichen Klassifikation entzieht.<sup>68</sup> Heute hat sich der französische Staat wie aus vielen anderen wirtschaftlichen Funktionen auch weitgehend aus der Governance der Großunternehmen zurückgezogen, und das Gewicht der "peer control" scheint abgenommen zu haben. Dadurch ist ein Machtvakuum entstanden. Ob die zunehmende Bedeutung des Kapitalmarktes in Frankreich und die halbherzigen Versuche, die interne Kontrolle zu stärken, an die Stelle des alten ein neues konsistentes System gesetzt haben, kann man bezweifeln. Eine Machtbalance ist jedenfalls nicht zu erkennen. Dies wie auch die im Vergleich zu Deutschland und Großbritannien wesentlich stärkeren Veränderungen sind in der untersten Zeile der Abbildung 2 erkennbar.

Die Gegenüberstellung der Grundstrukturen und der Veränderungen in der Corporate Governance der drei Länder erlaubt eine Antwort auf die Frage, ob es bisher schon zu einer Angleichung der Systemcharakteristiken gekommen ist. Dies ist nicht der Fall. Nach wie vor



bestehen fundamentale Unterschiede zwischen den konsistenten Systemen Deutschlands und Großbritanniens. In Frankreich hat es beträchtliche Änderungen gegeben, aber diese Änderungen sind unter dem in diesem Beitrag betrachteten Aspekt der Systemcharakteristik der Corporate Governance allenfalls als Verlust einer – möglicherweise – früher bestehenden Konsistenz zu interpretieren. Nur insofern, als in den beiden anderen Ländern der Staat auch nur eine geringe bzw. so gut wie überhaupt keine Rolle in der Corporate Governance spielt, ist diese Entwicklung, das "fin de l'exception française", als ein Indikator von Angleichung zu verstehen.<sup>69</sup> Eine darüber hinausgehende Angleichung könnte angesichts der fundamentalen Unterschiede zwischen Deutschland und Großbritannien ohnehin nur eine Angleichung an eines der beiden anderen Länder sein.

Gemessen an den Erwartungen, mit denen wir die Untersuchung der Frage aufgegriffen haben, ob es eine Angleichung der Corporate-Governance-Systeme in Europa gibt, erscheint uns das Ergebnis unserer explorativen und halb theoretisch-spekulativen und halb empirischen Analyse, wie es in Abbildung 2 zum Ausdruck kommt, erstaunlich in der Sache und auch erstaunlich in seiner Deutlichkeit. Wir hatten eine stärkere Angleichung vermutet. Zur Stützung unseres Befundes sei darauf hingewiesen, daß sich in einer anderen empirischen Untersuchung der Angleichung der Finanzsysteme der drei Länder, die weniger spekulativ ist als die vorliegende, ein identisches Ergebnis gezeigt hat. Schmidt/Hackethal/Tyrell (1999) haben untersucht, ob sich die Rolle der Banken in den drei großen Ökonomien Europas als Folge der vermuteten allgemeinen Tendenz zur Disintermediation in den letzten 15 Jahren angeglichen hat.<sup>70</sup> Es läßt sich auch zeigen, daß die aus diesen Daten vermeintlich erkennbare Angleichung des französischen an das britische System nur scheinbar ist. Untersuchungen der Finanzierungsstrukturen von Unternehmen in verschiedenen Ländern liefern weitere Bestätigungen dafür, daß die Angleichung der Finanzsysteme in Europa bisher weit weniger ausgeprägt ist, als man vermuten könnte, und daß die Konsistenz der Systeme für ihre Veränderungsneigung wesentlich ist.<sup>71</sup> Da die Corporate

---

<sup>68</sup> Für eine differenziertere Klassifikation vgl. auch OECD (1995b), S. 69.

<sup>69</sup> Vgl. Pastré (1998).

<sup>70</sup> Dazu wurden aus den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der drei Länder Zeitreihen verschiedener Intermediationsraten berechnet, die als Indikatoren für die Rolle der Banken dienen. Es zeigte sich, daß sich diese Raten nach wie vor markant zwischen Deutschland und Großbritannien unterscheiden und in beiden Ländern weitgehend stabil sind. Für Frankreich gibt es einen völlig anderen Befund: Die Intermediationsraten fallen dramatisch, was einen starken Bedeutungsverlust der Banken anzeigt. Anhand von Performance-Daten ist zudem für französische Banken nachweisbar, daß diese, anders als die deutschen und die britischen, sich offenbar nach dem Strukturwandel nicht in einer stabilen Situation befinden.

<sup>71</sup> Vgl. ausführlich Hackethal (1999) und kürzer Hackethal/Schmidt (1999).

Governance Teil der Finanzsysteme ist, fügt sich dies mit dem Ergebnis der hier vorgestellten explorativen Untersuchung zu einem einheitlichen Bild von Konsistenz und Stabilität in Deutschland und Großbritannien – bei beträchtlichen und ebenfalls stabilen Unterschieden zwischen den beiden Finanzsystemen – und erkennbarer Inkonsistenz und Instabilität in Frankreich zusammen.

## **2. Ist eine Angleichung zu erwarten?**

Es wird vielfach behauptet, daß sich als Folge des stärkeren Wettbewerbs im Finanzsektor, der fortschreitenden Globalisierung auf Anleger- und Nachfragerseite, der allgemeinen Tendenz zur Liberalisierung und Deregulierung bzw. Regulierungsangleichung auch die nationalen Finanz- und Corporate-Governance-Systeme einander angleichen werden. So heißt es beispielsweise im OECD-Survey zu Deutschland: "(A)n overall trend towards a degree of convergence in governance and financing patterns may eventually emerge, with Anglo-American systems accepting the best features of the German, and vice versa".<sup>72</sup> Ähnlich äußert sich auch eine Gruppe hochrangiger Wirtschaftsvertreter in ihrem Bericht über die Zukunftsperspektiven der Corporate Governance in Europa an die OECD: "Der Druck, sich an die Erfordernisse der globalen Finanzmärkte anzupassen, wird in allen Wirtschaftssystemen und Gesellschaften zunehmen. Dieser Konvergenzprozeß muß natürlich auf einem Konsens über die dabei geltenden Spielregeln beruhen".<sup>73</sup> Die Spielregeln schließen die Corporate-Governance-Systeme ein.

Die Vorstellung einer vom Marktdruck ausgehenden und heute durch nationale Regulierungsunterschiede kaum mehr behinderten Angleichung unterstellt offenbar, daß eine Zwischenposition zwischen einem interessenpluralistischen insider control system und einem interessenmonistischen outsider control system ökonomisch effizient wäre und daß der Übergang von den früher sehr unterschiedlichen nationalen Systemen zu einem allgemeinen Optimum graduell vor sich geht. Sowohl die Hoffnung, daß man sich die jeweils besten Systemelemente herausgreifen und zusammenfügen kann, als auch die Prognose eines sanften Übergangs ist unseres Erachtens aber trügerisch. Sie übersieht, daß Systeme konsistent sein müssen, damit sie funktionsfähig sind. Eine Kombination von Outsider-Kontrolle und Insider-Kontrolle wäre aber inkonsistent, und weil Konsistenz eine Voraussetzung für ökonomische Vorteilhaftigkeit ist,

---

<sup>72</sup> OECD (1995a), S. 119.

<sup>73</sup> Vgl. OECD (1998b), S. 17.

scheint uns die Vorstellung einer auf Effizienzdruck zurückzuführenden schrittweisen Angleichung an ein Mischsystem wenig plausibel.

Eine von Bebchuk und Roe<sup>74</sup> kürzlich vorgeschlagene Alternative zu dieser als einfach zu bezeichnenden Konvergenzhypothese stützt sich auf das Konzept der Pfadabhängigkeit. Die Entwicklung von Corporate-Governance-Systemen ist dann pfadabhängig, wenn die Anfangsbedingungen ihrer Entwicklung zu einem früheren Zeitpunkt unterschiedlich waren, so daß verschiedene Corporate-Governance-Systeme entwickelt wurden, und wenn es sich später wegen der ökonomischen Kosten einer Umstellung auf ein anderes System, das *dann* ohne Berücksichtigung der Umstellungskosten vorteilhaft erscheinen würde, nicht lohnen würde, die Umstellung vorzunehmen. In diesem Falle erhalten sich unterschiedliche und auch scheinbar ineffiziente Systeme, bis der Effizienzdruck so stark wird, daß es doch zu einer Umstellung und damit zu einer Angleichung kommt. Da auch bei diesem Konzept - einer durch Anpassungskosten behinderten Systementwicklung - ökonomischer Druck das "Agens" bildet, würde die eventuelle Anpassung eine Angleichung an das dann ökonomisch vorteilhafteste System darstellen. Dies unterstellt allerdings nicht, daß dieses System ein Mischsystem wäre, die Angleichung könnte auch in einer einfachen Übernahme des als besser geltenden Systems in anderen Ländern bestehen. Diese modifizierte Konvergenzhypothese nach Bebchuk und Roe ist daher mit dem Vorliegen von Komplementaritäten vereinbar, die generell gegen die Vermutung sprechen, ein Mischsystem könnte effizient sein.<sup>75</sup>

Die Bedeutung von Komplementarität und Konsistenz eines Corporate-Governance-Systems hat aber darüber hinausgehende Implikationen dafür, wie Veränderungsprozesse ablaufen - oder eher: nicht ablaufen - können, und dies kann auch dazu führen, daß sich unter zunehmendem ökonomischen Druck nicht das beste Corporate-Governance-System durchsetzt. Um diese gerade in Europa reale Möglichkeit zu erläutern, stützen wir uns auf folgende Überlegungen: Es gibt unter dem Einfluß der Integration in Europa und der sogenannten Globalisierung einen verstärkten ökonomischen Druck auf das *gesamte* System. Er nötigt Unternehmer und Politiker zu jeder Zeit zur effizienten Ausgestaltung des Corporate-Governance-Systems in ihrem Lande. Wie gesagt erfordert Effizienz als eine Minimalbedingung, daß die Elemente des Systems zueinander passen. Reformen finden hingegen in aller Regel nicht systemübergreifend, sondern

---

<sup>74</sup> Vgl. Bebchuk/Roe (1999).

<sup>75</sup> Vgl. dazu den Kommentar von Schmidt/Spindler (1999) zu Bebchuk/Roe (1999).

setzen bei dessen einzelnen Elementen an. Betrachten wir als ein völlig hypothetisches Beispiel das deutsche und das britische Corporate-Governance-System, und nehmen wir an, daß sie durch die komplementären Elemente a, b, c und d gekennzeichnet sind. Im deutschen System seien die Merkmalsausprägungen  $a_1$ ,  $b_1$ ,  $c_1$  und  $d_1$ , und im britischen  $a_2$ ,  $b_2$ ,  $c_2$  und  $d_2$ . Beide Systeme seien konsistent. Nehmen wir nun weiter an, daß Politiker aus Berlin und London aus der Betrachtung des jeweils anderen Systems den Schluß ziehen, ein Element sei im fremden System besser, und im Zuge einer Reform versuchen, zum Beispiel in Deutschland  $a_1$  durch  $a_2$  bzw. in Großbritannien  $d_2$  durch  $d_1$  zu ersetzen.

Selbst wenn  $a_2$  besser als  $a_1$  und  $d_1$  besser als  $d_2$  erscheinen, was sich aber nicht unabhängig vom Systemzusammenhang beurteilen läßt, wären diese partiellen Reformen nicht haltbar, weil es annahmegemäß auf den Systemzusammenhang ankommt. Der Effizienzdruck würde dazu führen, daß die inkonsistenten Systeme mit den fremden Elementen wieder durch konsistente Systeme ersetzt würden. Das führt zu einer Rückkehr des Systems zum Ausgangspunkt und zum Scheitern der Reform.

Wenn partielle "Reformen" innerhalb konsistenter Systeme geringe Chancen der Durchsetzung haben, ist ein konsistentes und gleichwohl im Vergleich zu einem anderen konsistenten System schlechteres System zählebig. Dies dürfte Politiker in Berlin, London oder auch Brüssel nicht von weiteren Reformversuchen abhalten. Auf Dauer und wenn sie massiert auftreten, würden Versuche, Corporate-Governance-Systeme durch partielle Änderungen zu verbessern, die Systeme destabilisieren und mit ihrer Kohärenz auch ihre Funktionsfähigkeit untergraben. Das kann zu "Systemkrisen" führen, die erst recht dringend nach Maßnahmen zu ihrer Behebung verlangen. Welches System würden "Krisenmanager" wählen? Und würden sie dasselbe System wählen, so daß es auf diesem Wege doch zu einer Angleichung der nationalen Corporate-Governance-Systeme kommt? Es ist durchaus plausibel, daß sich in dieser Situation nicht das unter stabilen Verhältnissen beste Corporate-Governance-System als Ausweg aus der Krise in beiden Ländern anbietet, sondern das einfachere. Einfacher und damit in der Krise besser ist dasjenige, für dessen Funktionsfähigkeit es am wenigsten darauf ankommt, daß sich die Akteure kennen, daß sie sich gegenseitig vertrauen, daß sie auch implizite Verträge honorieren und daß ihr Handeln durch die Notwendigkeit einer dauerhaften Kooperationsfähigkeit geprägt ist. Diese Bedingung erfüllt das britische kapitalmarkt- und outsider-gesteuerte Corporate-Governance-

System eher als das deutsche. Auch dies ist ein möglicher Weg zur Angleichung hin zum britischen System, völlig unabhängig davon, ob es wirklich das bessere ist.

Bei den Reformbemühungen der letzten Jahre ist der Systemcharakter der Corporate Governance in allen Ländern und auf gesamteuropäischer Ebene systematisch ignoriert worden. Dies läßt uns vermuten, daß das zuletzt beschriebene Szenario einer un stetigen Entwicklung und einer Angleichung an ein – möglicherweise – nicht optimales System nicht weniger plausibel ist als die beiden Varianten der Konvergenzthese.

## Literaturverzeichnis

- Bauer, M./Bertin-Mouro, B. (1996)**, Vers un modèle européen de dirigeants?: ou trois modèles de production de l'autorité légitime au sommet des grandes entreprises?, Paris
- Bebchuk, L./Roe, M. (1999)**, A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership, Working Paper, Harvard University, erscheint in Stanford Law Review
- Becht, M./Böhmer, E. (1998)**, Ownership and Voting Power in Germany, Manuskript, Humboldt Universität Berlin
- Berglöf, E. (1990)**, Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems, in: Aoki, M. et al. (Hrsg.), The Firm as a Nexus of Treaties, London, S. 237-262
- Berglöf, E. (1996)**, Corporate Governance, in: Steill, B. (Hrsg.), The European Equity Markets, The State of the Union and an Agenda for the Millenium, London, S. 147-184
- Berglöf, E. (1997a)**, A Note on the Typology of Financial Systems, in: Hopt, K. J./ Wymeersch, E. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance, Berlin-New York, S. 151-164
- Berglöf, E. (1997b)**, Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda, in: Economic Policy, Vol. 24, April, S. 91-125
- Bertero, E. (1994)**, The Banking System, Financial Markets, and Capital Structure: Some Evidence from France, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 4, S. 68-78
- Blair, M.M. (1996)**, Firm-Specific Human Capital and the Theory of the Firm, Washington, D.C.
- Böhmer, E. (1998)**, Who Controls Germany? An Exploratory Analysis, Arbeitspapier No. 71, Institut für Wirtschafts- und Handelsrecht, Universität Osnabrück
- Borio, C. (1995)**, The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective, in Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel, S. 106-153
- Bourven, M. (1997)**, Mutual Fund Managers: Actors in Corporate Governance, in: Ploix, H. (Hrsg.) Corporate Governance: Legal aspects, method, responsibilities, Paris, S. 53-63
- Brickley, J.A./Smith, C.W., jr./Zimmerman, J.L. (1997)**, Organizational Architecture: A Managerial Economics Approach, Chicago-London
- Braunberger, G. (1996)**, Das Ende à la française steht bevor, in Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6.9.1996, S. 22
- Burkart, O. (1997)**, Analyse économique du rôle des investisseurs institutionnels dans le gouvernement d'entreprise, in: Pezard, A./ Thiveaud, J.-M.: Corporate Governance, Les Perspectives Internationales, Paris, S. 367 – 384

- Cartelier, L. (1994)**, L'expérience française de privatisation 1986-1988: bilan et enseignements, in: *Problèmes économiques*, Nr. 2.362, S. 1-7
- Charkham, J.P. (1994)**, *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford
- Collis D.J./Montgomery, C.A. (1997)**, *Corporate Strategy – Resources and the Scope of the Firm*, Chicago
- Davis, E.P. (1995)**, Banking, Corporate Finance, and Monetary Policy: An Empirical Perspective, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 10, No. 4, S. 49-67
- Faugère, J.-P./Voisin, C. (1994)**, *Le système financier français. Crises et mutations*, 2. Aufl., Paris
- Franks, J./Mayer, C. (1994)**, *Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems*, Working Paper, London Business School
- Franks, J./Mayer, C. (1995)**, Ownership and Control, in: Siebert, H. (Hrsg.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?*, Tübingen, S. 171-195
- Franks, J./Mayer, C./Renneboog, L. (1998)**, *Who Disciplines Bad Management*, Working Paper, Catholic University of Leuven
- Goergen, M./Renneboog, L. (1998)**, *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*, Working Paper, European Corporate Governance Network
- Grossman, S./Hart, O. (1980)**, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: *Bell Journal of Economic*, Vol. 11, S. 42-64.
- Grossman, S./Hart, O. (1986)**, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 94, S. 691-719
- Hackethal, A. (1999)**, *Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme*, Dissertation, Goethe-Universität, Frankfurt am Main
- Hackethal, A./Schmidt, R.H. (1999)**, *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 33, Goethe-Universität, Frankfurt am Main
- Hackethal, A./Tyrell, M. (1998)**, *Complementarity and Financial Systems - A Theoretical Approach*, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 11, Goethe-Universität, Frankfurt am Main
- Hart, O. (1995)**, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford
- Hopt, K. (1998)**, *Europäisches Gesellschaftsrecht: Krise und neue Anläufe*, in: *ZIP*, S. 96-106
- Klein, D.K.R. (1998)**, *Die Bankensysteme der EU-Länder*, 3. Aufl., Frankfurt am Main

- Kommission Mitbestimmung (1998)**, Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven, Gütersloh
- Kübler, F. (1999)**, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Heidelberg
- Kumar, B./Osterloh, M./Schreyögg, G. (Hrsg.) (1999)**, Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs, Festschrift für Horst Steinmann, Stuttgart
- LaPorta, R./Lopez-De-Silanes, F./Shleifer, A./Vishny, R.W. (1998)**, Legal Determinants of External Finance, in: The Journal of Finance, Vol. 52, S. 1131-1150
- Lingemann, St./Wasmann, D. (1998)**, Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG tritt in Kraft, in: Betriebs-Berater, S. 853-862
- Monopolkommission (1998)**, Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem, Sondergutachten No. 26, Baden-Baden
- Morin, F. (1995)**, Le coeur financiers français: morphogenèse et mutation, in: Marchés et Techniques Financières, No. 72, S. 27-29
- OECD (1995a)**, OECD Economic Surveys 1994-1995: Germany, Paris
- OECD (1995b)**, National Systems for Financing Innovation, Paris
- OECD (1996)**, OECD Economic Surveys 1996-1997: France, Paris
- OECD (1998a)**, OECD Economic Surveys 1998: United Kingdom, Paris
- OECD (1998b)**, Corporate Governance: Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Kapitalbeschaffung auf globalen Märkten, Ein Bericht der Beratergruppe für die Wirtschaft in Corporate Governance-Fragen an die OECD, Paris
- Ordelheide, D. (1990)**, Externes Rechnungswesen, in: Bitz, M. et al. (Hrsg.), Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., Band 2, München, S. 209-304
- Ott, C. (1977)**, Recht und Realität der Unternehmenskorporation, Tübingen
- Papenfuß, H. (1999)**, Beschreibungsmodi für Finanzsysteme, Frankfurt am Main
- Pastré, O. (1998)**, Corporate Governance: The End of "L'exception Française"?, in: Columbia Business Law Review, Vol. 1998, No. 1, S. 79-96
- Pezard, A./Thiveaud, J.-M. (Hrsg.) (1997)**, Corporate Governance - Les Perspectives Internationales, Paris
- Plihon, D. (1998)**, Les Banques - Nouveaux enjeux, nouvelles strategies, Paris
- Ploix, H. (1997)**, Corporate Governance in Europe - Before and After it Became an Issue, in: Ploix, H. (Hrsg.), Corporate Governance: Legal aspects, methods, responsibilities, Paris, S. 11-24



- Raiser, Th. (1969)**, Das Unternehmen als Organisation, Berlin
- Rybczinski, T.M. (1974)**, Business Finance in the EEC, USA and Japan, in: The Three Banks Review, No. 104, S. 58-72
- Schmidt, R.H. (1997)**, Corporate Governance: The Role of Other Constituencies, in: Pezard, A./Thiveaud, J.-M. (Hrsg.): Corporate Governance: Les Perspectives Internationales, Paris, S. 61-74
- Schmidt, R.H./Hackethal, A./Tyrell, M. (1999)**, Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, S. 36-67
- Schmidt, R.H./Spindler, G. (1997)**, Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Assmann, H.-D. et al. (Hrsg.), Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe für Friedrich Kübler, Heidelberg, S. 515-555
- Schmidt, R.H./Spindler, G. (1999)**, Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity – A Comment on Bebchuk and Roe, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 27, Goethe-Universität, Frankfurt am Main
- Schmidt, R.H./Tyrell, Marcel (1997)**, Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance, in: European Financial Management, Vol. 3, No. 3, S. 159-187
- Schneider, D. (1997)**, Betriebswirtschaftslehre, Band 3, Theorie der Unternehmung, München-Wien
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1997)**, A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 737-783
- Siebert, H. (1997)**, Labor Market Rigidities: At the Root of Unemployment in Europe, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 3, S. 37-45
- Stapledon, G. (1996)**, Institutional Shareholders and Corporate Governance, Oxford
- Stiglitz, J.E./Edlin, A.S. (1992)**, Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Inefficiencies, Working Paper No. 4145, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, Ma.
- Tyrell, M. (1999)**, Kapitalmarkt und Banken – unterschiedliche Formen der Informationsverarbeitung als konstitutives Merkmal, Manuskript, Goethe-Universität, Frankfurt am Main
- Wenger, E./Hecker, R./Knoesel, J. (1997)**, Abfindungsregeln und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: Gahlen, B. et al. (Hrsg.), Finanzmärkte, Tübingen, S. 93-145
- Wirtschaftsprüferkammer (1996)**, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an internationalen

Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen  
(Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz – KapAEG), <http://www.wpk.de//stl03.htm>

**Wüstemann, J. (1999)**, Internationale Rechnungslegungsnormen und Neue  
Institutionenökonomik, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 37, Goethe-  
Universität, Frankfurt am Main