

2 Grundlagen der Corporate Governance

2.1 Shareholder Value-Maximierung als Unternehmensziel

Im Rahmen der Gestaltung von Entlohnungssystemen kommt der Zielsetzung des Unternehmens eine besondere Bedeutung zu, da die Aufgabe von solchen Corporate Governance-Mechanismen gerade in der Förderung der Erreichung des *Unternehmensziels* zu sehen ist.²⁰ Grundsätzlich gibt es in Unternehmen verschiedene Interessengruppen (Stakeholder), wie beispielsweise Kunden, Lieferanten, Arbeitnehmer, Gläubiger oder Anteilseigner, deren Zielsetzungen sich potenziell im Unternehmensziel widerspiegeln könnten. Der Versuch einer Berücksichtigung der Interessen aller relevanten Anspruchsgruppen des Unternehmens erfolgt im sogenannten *Stakeholder Value-Ansatz*.²¹ Dieser bildet das Gegenstück zum sogenannten *Shareholder Value-Ansatz*, bei dem das Unternehmensziel ausschließlich durch die finanziellen Interessen der Anteilseigner determiniert wird.²² Die Ausrichtung aller unternehmerischen Tätigkeiten an diesen Interessen der Anteilseigner wird auch als Wertorientierung bzw. wertorientierte Unternehmensführung bezeichnet.²³ Welchem dieser Ansätze Unternehmen folgen sollten, wurde in der Vergangenheit, insbesondere in den 1980er und 1990er Jahren, bereits intensiv und kontrovers diskutiert.²⁴ In der vorliegenden Arbeit wird unterstellt, dass das Unternehmensziel in der *Maximierung des Shareholder Value* besteht. Entsprechend soll im Folgenden zunächst kurz skizziert werden, weshalb die finanziellen Interessen der Anteilseigner das Unternehmensziel maßgeblich determinieren sollten. Auf eine umfassende Darstellung der Diskussion der Vorteilhaftigkeit der beiden verschiedenen Ansätze wird jedoch verzichtet. Anschließend erfolgt eine kurze Beschreibung des Gegenstands ihrer finanziellen Interessen.

Aus theoretischer Sicht spricht die Stellung der Anteilseigner als sogenannte *residual claimants* für eine Ausrichtung des Unternehmensziels an ihren Interessen. Die Höhe ihrer Ansprüche wird aus dem Unternehmensergebnis nach Abzug der Ansprüche aller anderen Anspruchsgruppen abgeleitet. Dies impliziert, dass die absolute Höhe der Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals unsicher ist. Im Gegensatz dazu ist die Höhe der Ansprüche aller anderen

²⁰ Vgl. Küpper (1998), S. 527-528; Tirole (2001), S. 1-2 u. 25; Koch/Nenning (2004), S. 123 u. 135; Laux (2006a), S. 2.

²¹ Vgl. Busse von Colbe (1997), S. 272; Kürsten (2000), S. 360; Jensen (2002), S. 236; Tirole (2001), S. 3-4 u. 23-28; Schmidt/Weiß (2003), S. 108-109; Speckbacher (2004), S. 1322-1323.

²² Vgl. Busse von Colbe (1997), S. 272; Speckbacher (1997), S. 630; Rappaport (1999), S. 1-2; Kürsten (2000), S. 360; Riegler (2000a), S. 153; Gillenkirch/Velthuis (2003), S. 547; Speckbacher (2004), S. 1320; Laux (2006a), S. 4.

²³ Vgl. bspw. Velthuis/Wesner (2005), S. 1-2.

²⁴ Vgl. Speckbacher (1997), S. 630; Kürsten (2000), S. 360. Hierzu sowie weiterführend zum Shareholder Value-Ansatz siehe bspw. Rappaport (1986); von Werder (1998); Schmidt/Weiß (2003). Zum Stakeholder-Ansatz siehe bspw. Freeman (1984); Cornell/Shapiro (1987); Witt (2002), S. 56-58.

Anspruchsgruppen vertraglich fixiert.²⁵ Insbesondere besteht für die Anteilseigner als Eigenkapitalgeber jedoch die Gefahr, dass eventuelle Rücklagen sowie das gezeichnete Kapital im Schuldenfall des Unternehmens ganz oder teilweise „aufgebraucht“ werden, um die Ansprüche der Gläubiger, welche alle vorrangig sind, bedienen zu können. Anders ausgedrückt ist also nicht nur die absolute Höhe der Verzinsung unsicher, sondern es besteht auch das Risiko einer negativen Verzinsung. Somit tragen die Anteilseigner von allen Anspruchsgruppen das größte Risiko. Dies impliziert eine besondere Relevanz der unternehmerischen Entscheidungen für die Anteilseigner, welche wiederum für eine Ausrichtung der Unternehmensaktivitäten an ihrer Zielsetzung spricht.²⁶ Der häufig geäußerten Kritik, der Shareholder Value-Ansatz vernachlässige die Interessen aller anderen Stakeholder, kann entgegengehalten werden, dass Letztgenannte die Wahrung ihrer Ansprüche – wie bereits erwähnt – (zumindest teilweise) durch Verträge sicherstellen können.²⁷ Diese sind dann zwar nicht Teil der Zielfunktion, fließen jedoch als einzuhaltende Nebenbedingungen in das Maximierungskalkül der Anteilseigner ein.²⁸

Darüber hinaus sprechen auch die heutzutage anzutreffenden Begebenheiten auf dem *globalisierten Kapitalmarkt* für eine Shareholder Value-Orientierung. In Anbetracht des intensiven Wettbewerbs und der hohen Kapitalmobilität erscheint es nämlich nicht nur gerechtfertigt,²⁹ sondern sogar erforderlich, das Unternehmensziel an den Interessen der Eigenkapitalgeber auszurichten. Anderenfalls ist davon auszugehen, dass es dem Unternehmen schwerfallen dürfte, Eigenkapitalgeber zu finden. Ursächlich hierfür ist, dass Letztgenannte eine adäquate positive Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals erwarten.³⁰ Diese erachten sie rationalerweise in solchen Unternehmen für wahrscheinlich, in denen die stringente Verfolgung ihrer Interessen die oberste Leitmaxime aller unternehmerischer Tätigkeiten und Entscheidungen darstellt.³¹ Dies impliziert, dass eine anderweitige Zielsetzung langfristig sogar den Fortbestand

²⁵ Vgl. Alchian/Demsetz (1972), S. 782-783; Fama/Jensen (1983), S. 302-303; Speckbacher (1997), S. 633; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 57; Franke/Hax (1999), S. 1-5; Witt (2002), S. 42-43; Schmidt/Weiß (2003), S. 110 u. 115.

²⁶ Vgl. Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 57-58; Schmidt/Weiß (2003), S. 115-116.

²⁷ Vgl. Franke/Hax (1999), S. 3; Gillenkirch/Velthuis (2003), S. 547; Tirole (2006), S. 60. Erstgenannte weisen aber auch daraufhin, dass der Erfolg einer Durchsetzung der Interessen von der Verhandlungsmacht der Vertragspartner abhängt. Ebenfalls kritisch hierzu äußert sich Tirole (2001), vgl. ebenda, S. 4.

²⁸ Vgl. Busse von Colbe (1997), S. 272; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 58.

²⁹ Vgl. Koslowski (1999), S. 3-5.

³⁰ Vgl. Lewis (1994), S. 10-12; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 35-36, S. 53 u. 58-59. Eine abweichende Meinung zum Erfordernis einer Shareholder Value-Orientierung in Hinblick auf den deutschen Kapitalmarkt vertritt Speckbacher (1997). Siehe ebenda, S. 632.

³¹ Vgl. Schmidt/Weiß (2003), S. 115-116.

des Unternehmens gefährden kann, was wiederum im Allgemeinen im Interesse keiner Anspruchsgruppe sein dürfte.³²

Nachdem dargelegt wurde, dass die Interessen der Shareholder maßgeblich sein sollten, bedarf es zur Festlegung des Unternehmensziels noch der Konkretisierung der finanziellen Zielsetzungen der Anteilseigner. Hinsichtlich dieser wird zunächst vom Streben nach einer Maximierung des Erwartungsnutzens jedes einzelnen Anteilseigners aus seinem individuellen Konsumeinkommensstrom ausgegangen.³³ Jeder Anteilseigner bewertet seinen Einkommensstrom in Abhängigkeit seiner individuellen Nutzenfunktion, welche sowohl seine Zeit- als auch Risikopräferenzen beinhaltet. Die Spezifität der Nutzenfunktionen jedes Individuums impliziert, dass der Nutzen eines Zahlungsstroms nicht allgemeingültig bestimmt werden kann. Entsprechend kann dieser auch nicht ohne Weiteres als Entscheidungskriterium dienen. Bei Vorliegen eines vollständigen und vollkommenen Kapitalmarkts sowie einer proportionalen Teilung der Zahlungsströme steht jedoch eine Maximierung des intrinsischen Marktwerts des Eigenkapitals im Einklang mit individueller Nutzenmaximierung.³⁴ „Marktwertmaximierung wird deshalb einmütig akzeptiert, weil jeder Investor durch geeignete Kapitalmarkttransaktionen die Marktwertsteigerung in eine Steigerung des Erwartungswertes des Nutzens aus seinem Konsumeinkommensstrom transformieren kann.“³⁵ Unter diesen Bedingungen müssen die individuellen Präferenzen also nicht explizit berücksichtigt werden. Stattdessen können Marktwerte als Entscheidungskriterium herangezogen werden.³⁶

Trotz der genannten Gründe, die für eine Maximierung des intrinsischen Marktwerts des Eigenkapitals (*Shareholder Value*) sprechen, ist diese Unternehmenszielsetzung nicht gänzlich unproblematisch.³⁷ Hiervon wird jedoch im Folgenden abstrahiert. Im weiteren Verlauf dieser Arbeit wird die Maximierung des Shareholder Value als einmütig akzeptierte Zielsetzung der Anteilseigner angesehen.

³² Vgl. Lewis (1994), S. 10-12; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 36, S. 53-54 u. 58; Rappaport (1999), S. 8-9; Young/O'Byrne (2001), S. 13-14.

³³ Vgl. Speckbacher (1997), S. 631; Gillenkirch/Velthuis (2003), S. 547; Laux (2006b), S. 70. Diese Annahme impliziert automatisch eine Abstraktion von der Möglichkeit nicht-finanzieller Zielsetzungen der Anteilseigner.

³⁴ Vgl. DeAngelo (1981), S. 20-24; Speckbacher (1997), S. 631; Velthuis (2004a), S. 206 u. 213; Copeland/Weston/Shastri (2008), S. 134-135. Weiterführend hierzu, insbesondere für eine Diskussion notwendiger Voraussetzungen siehe bspw. ebenda oder Laux/Schabel (2009), S. 206-218.

³⁵ Velthuis (2004a), S. 213.

³⁶ Vgl. DeAngelo (1981), S. 20-24; Speckbacher (1997), S. 631; Gillenkirch/Velthuis (2003), S. 547; Velthuis (2004a), S. 206.

³⁷ In der Praxis sind die angesprochenen Bedingungen i. d. R. nicht gegeben. Bei unvollkommenen und/oder unvollständigen Kapitalmärkten, Monopolen und/oder externen Effekten, ist eine Shareholder Value-Maximierung weder automatisch im Sinne aller Anteilseigner noch aller übrigen Anspruchsgruppen. Vgl. Speckbacher (1997), S. 631-633 sowie weiterführend bspw. Kürsten (2000), S. 364-375.

In Hinblick auf die Führung eines Unternehmens stellt sich noch die Frage, wie der Shareholder Value gemessen werden kann. Grundsätzlich existieren hierzu unterschiedliche Bewertungsansätze. Sie sehen bspw. vor, den Shareholder Value auf Basis von diskontierten erwarteten Zahlungsströmen (wie Ausschüttungen oder Einzahlungsüberschüssen) oder auch ausgehend vom Aktienkurs zu ermitteln.³⁸ Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt jedoch nicht auf der Ermittlung des Shareholder Value,³⁹ sondern auf der Anreizgestaltung zur Erzielung einer maximalen Wertsteigerung durch delegierte Investitionsentscheidungen. Entsprechend kommt der Bewertung von Investitionsprojekten besondere Bedeutung zu.

Eine solche *Bewertung von Investitionsprojekten* in Hinblick auf eine Steigerung des Shareholder Value kann, analog zur Ermittlung des Shareholder Value des gesamten Unternehmens, mithilfe von erwarteten Einzahlungsüberschüssen erfolgen.⁴⁰ In Hinblick auf Investitionsprojekte werden dabei entsprechend nur die Einzahlungsüberschüsse der jeweiligen Investition betrachtet. Dies entspricht dem aus der Investitionstheorie bekannten und fundierten sogenannten *Kapitalwertkriterium*. Gemäß diesem sollte das kapitalwertmaximierende Investitionsprogramm getätigt werden. Das heißt, im Falle ohne Kapitalbeschränkung sollten alle Investitionsprojekte mit positivem Kapitalwert durchgeführt werden, da sie als werterhöhend anzusehen sind, während solche mit negativem Kapitalwert vernichtet und entsprechend zu unterlassen sind.⁴¹

Im Anschluss an die Festlegung des Unternehmensziels stellt sich nun die Frage, wie dessen Verfolgung sichergestellt werden kann. Dazu werden im Folgenden nach einer Einführung des Begriffs der *Corporate Governance* ihre Bedeutung zur Sicherstellung der Unternehmenszielverfolgung dargelegt und spezifische Corporate Governance-Mechanismen als mögliche Lösungsansätze eingeführt.

³⁸ Vgl. Busse von Colbe (1997), S. 274 u. 277; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 53-54 u. 100; Speckbacher (1997), S. 631; Rappaport (1999), S. 39; Kürsten (2000), S. 360; Gillenkirch/Velthuis (2003), S. 548-549; Schulz (2010), S. 62-74 bzw. ebenda, S. 45-47.

³⁹ Für eine Darstellung unterschiedlicher Bewertungsansätze siehe Günther (1997), S. 78-81; Pape (2004), S. 96-144; Schulz (2010), S. 45-47 u. 62-74.

⁴⁰ Vgl. Bühner/Sulzbach (1999), S. 22.

⁴¹ Vgl. Hax (1985), S. 33-35.

2.2 Gegenstand und Relevanz von Corporate Governance

2.2.1 Gegenstand

Zum Begriff der Corporate Governance findet sich in der Literatur eine Vielzahl an unterschiedlichen Definitionen. Gegenstand dieses Kapitels soll jedoch nicht eine umfassende Erläuterung und Diskussion der unterschiedlichen Auffassungen sein.⁴² Stattdessen wird eine zweckmäßige Begriffsabgrenzung in Hinblick auf die durchzuführende Untersuchung verfolgt.

Im Allgemeinen besteht Einigkeit darüber, dass unter Corporate Governance „das System zur Führung und Kontrolle von Unternehmen“⁴³ verstanden werden kann.⁴⁴ Dieses setzt sich aus verschiedenen, häufig interdependenten Elementen und Mechanismen zusammen.⁴⁵ Die rechtlichen und faktischen Rahmenbedingungen,⁴⁶ unter denen Unternehmen geführt und kontrolliert werden, beeinflussen die sich bildenden Systemelemente und Mechanismen. Zugleich können diese aber ihrerseits auch von der vorherrschenden Corporate Governance geprägt sein bzw. werden.⁴⁷ Konkret umfasst Corporate Governance als wesentliche Bestandteile zum einen die institutionelle und organisatorische Strukturierung der Leitung durch ein oder mehrere Leitungsorgane (*Leitungssysteme*), zum anderen aber auch die *Anreiz- und Kontrollmechanismen* zur Sicherstellung der anvisierten Zielverfolgung.⁴⁸

Zum Teil wird die Festlegung des Unternehmensziels selbst als Teilbereich der Corporate Governance verstanden.⁴⁹ Dies erscheint insbesondere im Rahmen einer Stakeholder-Orientierung sinnvoll, da in diesem Fall kein einheitliches Unternehmensziel existiert, sondern Zielpluralismus herrscht. Es bedarf eines Systems zur Gewichtung der verschiedenen Ziele, mit dessen Hilfe es im Idealfall gelingen sollte, ein eindimensionales Unternehmensziel

⁴² Für eine Diskussion bzw. Zusammenstellung unterschiedlicher Begriffsdefinitionen siehe bspw. Prigge (1999); Tirole (2001), S. 1-4; Nagy (2002), S. 72-75; Grothe (2006), S. 14-17; von Werder (2008), S. 1-3; Thomsen/Conyon (2012), S. 4-5.

⁴³ Cadbury (1992), Tz. 2.5.

⁴⁴ Vgl. bspw. Cadbury (1992), Tz. 2.5.; Witt (2000), S. 159; Cromme (2002), S. 18; Hartmann (2003), S. 5; Potthoff/Trescher/Theisen (2003), S. 5; von Werder (2008), S. 1; Andreas (2011), S. 1-2; Grünbuch (2011), S. 2-3; Thomsen/Conyon (2012), S. 32.

⁴⁵ Vgl. Thomsen/Conyon (2012), S. 61.

⁴⁶ Für eine Präzisierung möglicher Rahmenbedingungen siehe von Werder (2008), S. 9.

⁴⁷ Vgl. Mayer (1997), S. 157; i. w. S. Thomsen/Conyon (2012), S. 30.

⁴⁸ Vgl. Hartmann (2003), S. 6; von Werder (2008), S. 8-9; Thomsen/Conyon (2012), S. 4. Corporate Governance umfasst somit den Gegenstand der Unternehmensverfassung, geht aber über diese hinaus. Vgl. Metten (2010), S. 10.

⁴⁹ Vgl. von Werder (2004), S. 622-623.

zu bestimmen.⁵⁰ Vor dem Hintergrund der Shareholder Value-Orientierung ist das Unternehmensziel hingegen (a priori) festgelegt. Corporate Governance-Regelungen und -Mechanismen haben in diesem Fall die Funktion, sicherzustellen, dass die Leitung des Unternehmens im Sinne einer Maximierung des intrinsischen Marktwerts des Eigenkapitals erfolgt.⁵¹ So konstatieren Shleifer/Vishney (1997): „Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.“⁵²

Corporate Governance kann u. a. danach charakterisiert werden, ob die Kontrolle bzw. Einflussnahme intern – also innerhalb des Unternehmens – oder extern – also durch unternehmensexterne Akteure – erfolgt. Zur *internen Corporate Governance* zählen insbesondere die Leitungsorganisation⁵³, die Überwachungstätigkeit durch die Hauptversammlung im Rahmen der Stimmrechtsausübung, die Überwachungstätigkeit durch ein etwaiges Kontrollgremium (bspw. den Aufsichtsrat) und die Etablierung von Anreizsystemen (bspw. Entlohnungssystemen) für Mitglieder der Leitungsorgane und leitende Angestellte. Beispiele für *externe Corporate Governance* sind hingegen die disziplinierende Wirkung des Drucks auf Wettbewerbsmärkten, die Einflussnahme von Banken, die Abschlussprüfung durch Wirtschaftsprüfer oder die Formulierung und Kontrolle der Einhaltung von Mindeststandards zur Börsenzulassung.⁵⁴ Diese Unterscheidung erscheint hier insofern relevant, als die Möglichkeit besteht, dass das anvisierte Ziel der externen Akteure von jenem der Anteilseigner und somit vom Unternehmensziel abweicht. Folglich können interne und externe Corporate Governance unterschiedliche Ziele verfolgen.⁵⁵ Externe Corporate Governance wird in der vorliegenden Arbeit jedoch nicht weiter betrachtet. Der Begriff *Corporate Governance* wird daher fortan in einem engeren Sinne, nämlich als *interne Corporate Governance* verwendet.

Nachdem geklärt wurde, was im Folgenden unter Corporate Governance zu verstehen ist, stellt sich nun die Frage nach ihrer Relevanz.

⁵⁰ Vgl. Jensen (2002), S. 235-236 u. 238; i. w. S. auch Tirole (2001), S. 1 u. 25-26. Für eine Definition bzw. Betrachtung von Corporate Governance vor dem Hintergrund eines interessenpluralistischen Unternehmensziels im Sinne des Stakeholder-Ansatzes siehe bspw. Witt (2000), S. 159-160; Tirole (2001), S. 3-4; Tirole (2006), S. 16, 57-59 u. 62-64; von Werder (2008), S. 6-9.

⁵¹ Vgl. Mayer (1997), S. 154; Shleifer/Vishny (1997), S. 737; Witt (2002), S. 41; Schmidt/Weiß (2003), S. 110; Tirole (2006), S. 16; Metten (2010), S. 11.

⁵² Shleifer/Vishny (1997), S. 737.

⁵³ Der dt. Begriff „Leitungsorganisation“ umfasst neben der Spitzenorganisation auch die Organisation der nachgelagerten Managementebenen. Abweichend zur hier verwendeten Begrifflichkeit bezeichnet von Werder (2008) dies als „Führungsorganisation“. Vgl. ebenda S. 1.

⁵⁴ Vgl. Hopt (2000), S. 782-783; Zöllner (2007), S. 16-27; von Werder (2008), S. 1-2; Zipperling (2012), S. 29. Wobei Erstgenannter die Abschlussprüfung als hybrid zwischen interner und externer Corporate Governance einordnet.

⁵⁵ Vgl. i. w. S. von Werder (2004), S. 622.

2.2.2 Praktische Relevanz

Die praktische Relevanz von Corporate Governance bzw. einer *funktionierenden Corporate Governance* wurde in der Vergangenheit insbesondere im Zuge zahlreicher Unternehmensskandale und -schieflagen sowie der jüngsten globalen Finanzkrise deutlich. Als mit- wenn nicht sogar hauptverantwortlich für diese Vorkommnisse wurden nämlich eine „schlechte“ Führung der Unternehmen und eine mangelnde Kontrolle, die eine solche Führung zuließ, angesehen. So rückten die gehäuften Unternehmensskandale die Corporate Governance-Fragen stärker ins Zentrum der öffentlichen Kritik und wissenschaftlicher Diskussionen.⁵⁶ Als weiterer Indikator für die Bedeutung von Corporate Governance für die Praxis können auch die zahlreichen diesbezüglichen Gesetzesänderungen für Kapitalgesellschaften, die in engem zeitlichen Abstand erfolgten, gewertet werden.⁵⁷ Die Zunahme der Bedeutung von Corporate Governance wird u. a. mit der weit voran geschrittenen Liberalisierung sowie Globalisierung der Wirtschaft und Kapitalmärkte begründet.⁵⁸ Wie bereits unter Gliederungspunkt 2.1 angemerkt, implizieren diese Entwicklungen ein stärkeres Erfordernis für Unternehmen, die Interessen der Eigenkapitalgeber zu wahren. Dies erscheint erforderlich, um in Anbetracht der erhöhten Kapitalmobilität und der vielfältigen alternativen Anlagemöglichkeiten für Investoren attraktiv zu sein und so letztlich genügend Eigenkapital bereitgestellt zu bekommen.⁵⁹

Die Bedeutung einer „funktionierenden“, im Sinne einer „guten“ *Corporate Governance*, für den Unternehmenserfolg erscheint unstrittig.⁶⁰ Die Schwierigkeit besteht jedoch in der Identifikation und Abgrenzung einer „guten“ Leitungsorganisation sowie „guter“ Anreiz- und Kontrollmechanismen von „schlechten“ bzw. ungeeigneten.⁶¹ Während Erstere einen geeigneten Rahmen für die Leitung bilden soll,⁶² zielen die Anreiz- und Kontrollmechanismen auf eine Verhaltensbeeinflussung der beteiligten Akteure, insbesondere auch des Leitungsorgans bzw. der Leitungsorgane im Sinne des Unternehmensziels ab.⁶³ Im Zuge der Corporate Governance-Debatten der letzten Jahre wurde entsprechend zum einen das *Modell der Unternehmensleitung* kritisch betrachtet. Die Zweckmäßigkeit der Existenz von nur einem bzw. von

⁵⁶ Vgl. Gerum (2004), S. 171; von Werder (2004), S. 621; von Werder (2008), S. 3; Thomsen/Conyon (2012), S. 9 u. 10-11.

⁵⁷ Vgl. von Werder (2008), S. 3. Für eine beispielhafte Auflistung siehe ebenda.

⁵⁸ Vgl. Gerum (2004), S. 171; von Werder (2004), S. 621; von Werder (2008), S. 3.

⁵⁹ Vgl. Lewis (1994), S. 10-12; Copeland/Koller/Murrin (1998), S. 35-36, S. 53 u. 58-59; Koslowski (1999), S. 3-5.

⁶⁰ Vgl. von Werder (2004), S. 623; Thomsen/Conyon (2012), S. 8. Erstgenannter weist jedoch auf die Schwierigkeit hin, dies empirisch zu belegen.

⁶¹ Vgl. bspw. Shleifer/Vishny (1997), S. 737; Kara (2009), S. 2.

⁶² Vgl. bspw. Hart (1995), S. 680 u. 686; von Werder (2008), S. 8-9.

⁶³ Vgl. bspw. Jensen/Meckling (1976), S. 308; Riegler (2000a), S. 148; Hartmann (2003), S. 6; von Werder (2008), S. 8-9.

zwei Leitungsorganen (monistisches vs. dualistisches Leitungssystem)⁶⁴ sowie die Rechte, Aufgaben und Pflichten ebendieses Leitungsorgans bzw. ebendieser Leitungsorgane stellten dabei einen wesentlichen Diskussionspunkt dar.⁶⁵ Zum anderen wurden auch die verwendeten Instrumente zur *Kontrolle und Verhaltenssteuerung der Leitungsorgane* kontrovers diskutiert. In diesem Zusammenhang geriet insbesondere die *Entlohnung von Vorständen und Aufsichtsräten* immer wieder in die Kritik: Eine schlechte Ausgestaltung der jeweiligen Entlohnungssysteme führe zu Fehlanreizen, aus denen schlechte (i. S. v. nicht-unternehmenszielkonforme) Führungsentscheidungen der Vorstände sowie eine mangelnde Kontrolltätigkeit der Aufsichtsräte resultierten.⁶⁶

Die Unternehmensschiefen, welche mit erheblichen Verlusten für die Anteilseigner einhergingen, sowie die anhaltende Diskussion um die konkrete Ausgestaltung der Corporate Governance verdeutlichen ihre praktische Bedeutung. Nachdem diese kurz skizziert worden ist, stellt sich noch die Frage nach einer theoretischen Fundierung des Bedarfs nach Corporate Governance. Diese bildet den Gegenstand des folgenden Gliederungspunkts.

2.2.3 Theoretische Fundierung: Prinzipal-Agenten-Theorie

2.2.3.1 *Agency-Probleme als Ausgangspunkt*

Eine theoretische Fundierung des Bedarfs für Corporate Governance in Anbetracht der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht liefert die Agency-Theorie.⁶⁷ Sie widmet sich der Abbildung, Analyse und Minderung von sogenannten Agency-Problemen, die im Rahmen von Delegationsbeziehungen auftreten.⁶⁸

Ausgehend von der Annahme rationaler und eigennutzenmaximierender Akteure betrachtet sie die Auswirkungen von Interessenkonflikten zwischen den Vertragsparteien in Auftragsbeziehungen (Prinzipal-Agenten-Beziehungen). Die Beziehungen sind dadurch gekennzeichnet, dass (mindestens) eine Person (Prinzipal) eine oder mehrere Aufgaben, bei deren Ausführung ein diskretionärer Entscheidungs- bzw. Handlungsspielraum besteht, an (mindestens) eine andere Person (Agent) überträgt. Der Nutzen des Prinzipals hängt von der Entscheidung bzw. Handlung des Agenten ab. Bei Vorliegen von asymmetrisch verteilten Informationen, muss

⁶⁴ Siehe hierzu Gliederungspunkt 2.3 der vorliegenden Arbeit.

⁶⁵ Vgl. bspw. Shleifer/Vishny (1997), S. 737-738 sowie dort angegebene Quellen.

⁶⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Gliederungspunkt 1 sowie die dort angegebenen Quellen.

⁶⁷ Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 740-741; Gerum (2004), S. 172; Tirole (2006), S. 15-16; Thomsen/Conyon (2012), S. 5-6. Für alternative Erklärungsansätze siehe bspw. Tricker (2009), S. 217-233.

⁶⁸ Dabei nimmt die Agency-Theorie durch ihre Annahmen einen bestimmten Blickwinkel ein. Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 740; Tricker (2009), S. 218.

im Allgemeinen, insbesondere jedoch unter Unsicherheit, damit gerechnet werden, dass sich der Agent opportunistisch verhält. Dies bedeutet, dass er seine persönlichen Ziele zulasten jener des Prinzipals verfolgt, sofern sich ihm die Möglichkeit dazu bietet.⁶⁹

Die Agency-Theorie untersucht verschiedene Probleme, die im Rahmen von Vertragsbeziehungen auftreten können. Diese lassen sich beispielsweise nach dem Entstehungszeitpunkt der Informationsasymmetrie systematisieren.⁷⁰ Dieser Möglichkeit folgend werden nun einige *wesentliche Agency-Probleme* vorgestellt. Im Rahmen der Auswahl des Agenten können bspw. bereits vor dem Vertragsabschluss Informationsasymmetrien in Hinblick auf die Fähigkeiten und die Eignung potenzieller Kandidaten (*hidden characteristics*) herrschen.⁷¹ Bietet der Prinzipal aufgrund dieser Unsicherheit den potenziellen Agenten nur einen Anstellungsvertrag mit mittelmäßigen Konditionen an, so muss davon ausgegangen werden, dass sich besonders hoch qualifizierte Kandidaten nicht für die Übernahme dieser Aufgabe bewerben und entsprechend die durchschnittliche Qualität der Bewerber (im Vergleich zu jener des Gesamtmarkts) sinkt. Dieses Problem wird als *adverse Selektion* bezeichnet.⁷² Es kann gemildert werden, wenn qualifizierte Agenten Handlungen ergreifen, mit denen sie die Informationsasymmetrie reduzieren. Dieser Lösungsansatz wird als *Signaling* bezeichnet.⁷³ Darüber hinaus kommen *Screening* oder *Self Selection* in Betracht. Bei diesen Lösungsansätzen sollen Informationsasymmetrien reduziert werden, indem vor der Einstellung Auswahlverfahren, wie Vorstellungsgespräche oder Assessment-Center, eingesetzt bzw. verschiedene (sogenannte anreizverträgliche) Verträge (bspw. mit hoher und niedriger variabler Entlohnung) angeboten werden.⁷⁴ Ein weiteres wesentliches Problemfeld ergibt sich infolge von Informationsasymmetrien, die nach der Anstellung des Agenten auftreten.⁷⁵ Dabei kann zum einen der Informationsstand des Agenten (bspw. wie im Folgenden fokussiert in Bezug auf Investitionsentscheidungen), zum anderen dessen Aktivität (bspw. sein Anstrengungsniveau) nicht ohne Weiteres beobachtbar sein (*hidden information bzw. hidden action*).⁷⁶ Die opportunistische Ausnutzung dieses Informationsvorsprungs durch den Agenten wird in diesem Zusammen-

⁶⁹ Vgl. Ross (1973), S. 134-135; Ross (1974), S. 215-221; Jensen/Meckling (1976), S. 308; Arrow (1985), S. 37.

⁷⁰ Vgl. Neus (1989), S. 16-18; Küpper (2008), S. 82-86.

⁷¹ Vgl. Spence (1973), S. 356-358; Spremann (1987), S. 10-11; Küpper (2008), S. 83-84.

⁷² Vgl. Akerlof (1970), S. 488-500; Spremann (1990), S. 574-576; Küpper (2008), S. 83-84; Thomsen/Conyon (2012), S. 21-23. Erstgenannter betrachtet allerdings den Gebrauchtwagenmarkt.

⁷³ Vgl. Spence (1973); Arrow (1985), S. 40; Küpper (2008), S. 83-84.

⁷⁴ Vgl. Salop/Salop (1976), S. 619-648; Stiglitz (1975), S. 284-287; Arrow, (1986) (zit. nach Spremann (1990), S. 563 u. 578; Spremann (1987), S. 11; Neus (1989), S. 17-18; Spremann (1990), S. 568 u. 578-580; Küpper (2008), S. 83-84; Thomsen/Conyon (2012), S. 21-23.

⁷⁵ Dieses Problemfeld wird innerhalb der vorliegenden Untersuchung adressiert.

⁷⁶ Vgl. insb. Arrow (1985), S. 38-40. Zur Abgrenzung der beiden Probleme sei darauf hingewiesen, dass die Handlung bzw. Entscheidung des Agenten im erstgenannten Fall beobachtbar ist, während dies für Letzteren nicht zutrifft. Vgl. ebenda.

hang als *moral hazard* bezeichnet.⁷⁷ Als Lösungsansätze können hier im Wesentlichen Anreiz- und Kontrollsysteme dienen,⁷⁸ welche wichtige Corporate Governance-Mechanismen darstellen.⁷⁹

Grundsätzlich bestünde in Unternehmen ohne Interessenkonflikte bzw. ohne die Gefahr opportunistischen Verhaltens kein Bedarf an Corporate Governance: Alle Akteure würden entweder per se bestmöglich zur Erreichung des Unternehmensziels beitragen oder müssten nur hierzu angewiesen werden.⁸⁰ Von einer solchen Idealsituation kann jedoch bei fremdgeführten Unternehmen im Allgemeinen weder vor dem Hintergrund der Agency-Theorie noch in Hinblick auf die Praxis ausgegangen werden.⁸¹ Unternehmen sind durch eine *Vielzahl an Delegationsbeziehungen* gekennzeichnet.⁸² Es erscheint dabei nicht plausibel, dass eine strikte Verfolgung des Unternehmensziels auch den individuellen Nutzen jedes einzelnen Akteurs maximiert.⁸³ In Unternehmen können *Interessenkonflikte* und *opportunistisches Verhalten* auf unterschiedlichsten Ebenen auftreten.⁸⁴ Aufgrund der bereits angesprochenen Trennung von Eigentum und Leitungsmacht in vielen größeren Unternehmen – insbesondere Kapitalgesellschaften – muss insbesondere auch in der Beziehung zwischen den Anteilseignern und den Leitungsorganen mit opportunistischem Verhalten gerechnet werden.⁸⁵ Daraus resultierende Agency-Konflikte stehen der Zielerreichung der Anteilseigner als Prinzipale entgegen. Folglich bedarf es in Unternehmen geeigneter Rahmenbedingungen und Mechanismen, sprich *Corporate Governance*, um eine Verfolgung des Unternehmensziels sicherzustellen. Dazu gilt es bei einem fremdgeführten Leitungskonzept, zum einen die Unternehmensleitung institutionell so zu organisieren (*Leitungsmodell*), dass von einer effektiven Unternehmenstätigkeit ausgegangen werden kann.⁸⁶ Zum anderen muss das Verhalten der Agenten, so auch der Un-

⁷⁷ Vgl. Arrow (1985), S. 38; Neus (1989), S. 17; Küpper (2008), S. 82-86; Thomsen/Conyon (2012), S. 21. Zur Problematik von Hidden Action vgl. auch bspw. Mirrlees (1976); Holmström (1979).

⁷⁸ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308; Eisenhardt (1989), S. 59-61; Ruhl (1990), S. 7; Shleifer/Vishny (1997), S. 738-739; Tirole (2006), S. 15; Thomsen/Conyon (2012), S. 21.

⁷⁹ Vgl. Hartmann (2003), S. 6; Tirole (2006), S. 15; Zöllner (2007), S. 18-20; von Werder (2008), S. 8; Kara (2009), S. 21. In der folgenden Analyse wird sowohl implizit als auch explizit von solchen nachvertraglichen Agency-Problemen ausgegangen, die es mithilfe von Entlohnungssystemen als spezifische Form von Anreizsystemen zu lösen gilt. Im Fokus stehen *hidden information*-Probleme im Rahmen delegierter Investitionsentscheidungen und delegierter Entlohnungskompetenz.

⁸⁰ Vgl. Hart (1995), S. 678.

⁸¹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 u. 312-313; Kiener (1990), S. 19; Laux (1990), S. 6; Schulz (2010), S. 10-11.

⁸² Vgl. Coase (1937); Jensen/Meckling (1976), S. 310-311; Tirole (1986), S. 181-182; Shleifer/Vishny (1997), S. 740-741.

⁸³ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 312-313; Rappaport (1999), S. 3; Laux (2006a), S. 2.

⁸⁴ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 309.

⁸⁵ Vgl. Ferber (1967), S. B-520; Berle/Means (1968), S. 119-125; Hax (1969), S. 41; Jensen/Meckling (1976), S. 309 u. 312-313; Rappaport (1999), S. 3; Schmidt/Weiß (2003), S. 115.

⁸⁶ Vgl. bspw. Hart (1995), S. 680 u. 686; von Werder (2008), S. 8-9.

ternehmensleitung, mithilfe geeigneter *Corporate Governance-Mechanismen* im Sinne der Anteilseigner gelenkt werden.⁸⁷

Nachdem dargelegt wurde, dass mit Interessenkonflikten und opportunistischem Verhalten der Unternehmensleitung Agency-Probleme einhergehen können, werden im folgenden Gliederungspunkt die genannten Lösungsansätze durch Anreize und/oder Kontrollen kurz beschrieben.

2.2.3.2 Anreize und Kontrolle als Lösungsansätze

Zur Minderung von Agency-Problemen können Mechanismen dienen, die einerseits zu einer Reduzierung der Informationsasymmetrie oder andererseits zu einem Gleichlauf der Interessen bzw. einer Reduzierung des Interessenkonflikts führen. Ersteres kann – vor allem in Hinblick auf nach dem Vertragsschluss eintretende Informationsasymmetrien – durch *Kontrollen* erreicht werden, Letzteres durch *Anreize* beispielsweise mithilfe einer spezifischen Ausgestaltung des Entlohnungsvertrags, welcher auch als Entlohnungssystem bezeichnet wird.⁸⁸ Solche Kontroll- und Anreizmechanismen sollen dazu beitragen, dass der Agent seine Entscheidungen (stärker) an der Zielsetzung des Prinzipals ausrichtet.⁸⁹ Mithilfe des jeweiligen Mechanismus entsteht idealerweise ein Zusammenhang zwischen der Erreichung der anvisierten Zielsetzung und dem Nutzen des Agenten. Mit einer verhaltenssteuernden Wirkung kann gerechnet werden, wenn der Agent die Zielerreichung durch seine Entscheidungen beeinflussen kann.⁹⁰ Die Vorgabe, welches Verhalten erwünscht ist, kann grundsätzlich entweder explizit (bspw. maximale Anstrengung oder Durchführung aller Investitionen mit positivem Kapitalwert) oder implizit in Form von Zielvorgaben in Hinblick auf das Ergebnis erfolgen (bspw. Maximierung des Shareholder Value).⁹¹

Kontrollmaßnahmen kommen grundsätzlich als Lösungsansatz in Betracht, wenn sie zu einer Verringerung bzw. bestenfalls sogar einer Aufhebung der Informationsasymmetrie beitragen.⁹² Anders ausgedrückt müssen sie es ermöglichen, als zuvor nicht-beobachtbar ange-

⁸⁷ Vgl. bspw. Hartmann (2003), S. 6; von Werder (2008), S. 8-9.

⁸⁸ Vgl. bspw. Eisenhardt (1989), S. 59-60; Rutherford/Buchholtz/Brown (2007), S. 414-417; Andreas (2011), S. 33-34. Indirekt können auch Anreize letztlich zu einer Reduzierung von vor bzw. nach vertraglichen Informationsasymmetrien führen. Der Informationszuwachs resultiert dabei aus dem Handeln des Agenten und ist jedoch nur bei erfolgter Interessenangleichung möglich. (Bspw. Trennverträge oder wahrheitsgemäße Berichterstattung.)

⁸⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308; Im Kontext von Anreizen vgl. auch Riegler (2000a), S. 148.

⁹⁰ Vgl. Spremann (1988), S. 615-616; Kiener (1990), S. 28; Laux (1990), S. 4.

⁹¹ Vgl. Hax (1965), S. 73-75 u. 101; Laux (1990), S. 2-3; Laux (2006a), S. 8-9.

⁹² Neben der Verhaltenssteuerung können Kontrollen auch anderen Zwecken (bspw. der Aufdeckung von Fehlern zur Ergreifung von Gegenmaßnahmen) dienen. Diese werden jedoch hier nicht betrachtet.

nommenes Verhalten des Agenten (zumindest teilweise) aufzudecken, oder sie müssen Informationen generieren, die von dem Ergebnis Rückschlüsse auf die Güte der Entscheidung ziehen lassen. Dementsprechend kann zwischen einer Verhaltens- und einer Ergebniskontrolle unterschieden werden. Die Kontrollen bestehen in der Regel in einem Vergleich zwischen einer Ist- und einer Soll-Größe. Dabei ist eine adäquate Ermittlung (mindestens einer) dieser Größen häufig zeitaufwendig und mit (hohen) Kosten verbunden.⁹³ Zur Beurteilung dieses Corporate Governance-Mechanismus ist das Verhältnis zwischen dem Nutzen aus der besseren Zielerreichung (aufgrund der verhaltenssteuernden Wirkung) und den Kosten, welche im Zusammenhang mit der Kontrollmaßnahme entstehen, zu betrachten.⁹⁴ Damit die Kontrolle Auswirkungen auf den Nutzen des Agenten hat, was Voraussetzung für eine verhaltenssteuernde Wirkung ist, muss ihr Resultat mit Konsequenzen für den Agenten verbunden sein, welche dieser bereits bei seiner Entscheidung antizipiert.⁹⁵ Diese Konsequenzen können im Allgemeinen materielle oder immaterielle Belohnungen bzw. Sanktionen sein und sind in der Regel nicht vertraglich fixiert, beispielsweise Schadensersatzansprüche, Entlassung, (eine Verminderung der) Aufstiegsoptionen, Beförderungen, (Einengung der) Entscheidungskompetenz etc.

Je nachdem, von wem die Kontrolle ausgeht, zählt sie zu den externen oder internen Corporate Governance-Mechanismen. In ersterem Fall erfolgt die *Kontrolle durch unternehmensexterne Akteure* (bspw. Wirtschaftsprüfer oder andere Marktteilnehmer). Als ein wichtiger externer Corporate Governance-Mechanismus zur Verhaltenssteuerung der Unternehmensleitung wird beispielsweise der sogenannte Markt für Unternehmenskontrolle angesehen. Dieser führt im Idealfall dazu, dass bei schlechter wirtschaftlicher Lage des Unternehmens mit einer Unternehmensübernahme gerechnet werden muss, welche mit einem Arbeitsplatzverlust der Unternehmensleitung einhergehen kann. Die mit diesem Arbeitsplatzverlust sowie einem wahrscheinlichen Reputationsverlust einhergehende Einkommenseinbuße mindert den Nutzen der Unternehmensleitung. Aufgrund dieser zu befürchtenden negativen Konsequenzen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Unternehmensleitung so verhalten wird, dass nicht mit einer Übernahme gerechnet werden muss.⁹⁶ Die Kontrollwirkung erscheint jedoch eingeschränkt und entfaltet ihre Wirkung primär in wirtschaftlich schwierigen Lagen. Zudem wird trotz dieser Marktkontrolle nicht automatisch sichergestellt, dass die Zielsetzung der Anteilseigner bestmöglich verfolgt wird. Zwar steht eine schlechte wirtschaftliche Lage des Unternehmens, welche zu einem Übernahmeversuch führen kann, den Interessen der Anteilseigner

⁹³ Vgl. Laux (1990), S. 4-5.

⁹⁴ Zur allgemeinen Anforderung der Wirtschaftlichkeit siehe auch Gliederungspunkt 3.3.1.

⁹⁵ Vgl. Kiener (1990), S. 28.

⁹⁶ Vgl. Grossman/Hart (1982), S. 107-108. Gemäß diesen ist es insb. von der Finanzstruktur des Unternehmens abhängig, ob dieser Marktmechanismus zur Gewinnmaximierung führt. Vgl. ebenda.

entgegen, dies impliziert jedoch keineswegs, dass eine Leitung des Unternehmens, welche nicht zu einer Übernahme führt, zwangsläufig ihren Interessen bestmöglich entspricht.⁹⁷ Sofern kein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle bzw. im Allgemeinen kein hinreichender externer Kontrollmechanismus existiert, gewinnen interne Corporate Governance-Mechanismen an Bedeutung.⁹⁸ So sind auch in der Praxis gemeinhin nicht nur externe, sondern auch *interne Kontrollmechanismen* anzutreffen.⁹⁹ Diese werden etabliert, um ein Verhalten der Unternehmensleitung im Sinne der Anteilseigner sicherzustellen.¹⁰⁰ Für deren Ausübung kommen insbesondere die Anteilseigner selbst (über ihre Stimmrechte bei der Hauptversammlung) oder auch eine spezifische zu diesem Zwecke eingesetzte Kontrollinstanz in Betracht. Für deutsche Aktiengesellschaften ist die Kontrolle durch ein internes, unabhängiges Kontrollorgan in Form eines *Aufsichtsrats* gesetzlich vorgeschrieben.¹⁰¹

Eine andere Möglichkeit der Verhaltenssteuerung zur Milderung von Agency-Problemen besteht in der Gestaltung von *Anreizen*. Mit ihrer Hilfe sollen Interessenkonflikte zwischen dem Prinzipal und dem Agenten reduziert werden, indem bspw. der Unternehmensleitung unternehmenszielkonforme Präferenzen induziert werden.¹⁰² Bei einer Anreizgestaltung in Form eines vertraglich geregelten *Entlohnungssystems* wird eine sogenannte *Bemessungsgrundlage* bestimmt, die den Zielerreichungsgrad aus Sicht des Prinzipals widerspiegelt. Bemessungsgrundlagen können beispielsweise der Aktienkurs, Dividendenauszahlungen, Bilanzkennzahlen oder auch interne Rechnungsgrößen wie Residualgewinne sein. Mithilfe einer sogenannten *Entlohnungsfunktion*, welche den funktionalen Zusammenhang zwischen der Bemessungsgrundlage und der Vergütungshöhe beschreibt, wird die Entlohnung des Agenten dann an die Zielerreichung gekoppelt.¹⁰³ Idealerweise ist das Entlohnungssystem so ausgestaltet, dass der Agent seinen eigenen Nutzen aus seiner Entlohnung gerade mit derjenigen Entscheidung maximiert, die auch der Prinzipal treffen würde bzw. dessen Nutzen maximiert.¹⁰⁴

⁹⁷ Vgl. Grossman/Hart (1982), S. 107-108; Breid (1995), S. 828.

⁹⁸ Vgl. Hart (1995), S. 684-685; i. w. S. Witt (2002), S. 68.

⁹⁹ Darüber hinaus existieren in der Praxis auch noch Abschlussprüfer, welche i. d. R. entweder als externe oder als hybride Kontrollmechanismen angesehen werden. Vgl. Gliederungspunkt 2.2.1.

¹⁰⁰ Vgl. Breid (1995), S. 828.

¹⁰¹ Zur Leitungsorganisation in deutschen Aktiengesellschaften sowie zur Rolle des Aufsichtsrats siehe Gliederungspunkt 2.3.3 der vorliegenden Arbeit.

¹⁰² Vgl. Kiener (1990), S. 29; i. w. S. auch Shleifer/Vishny (1997), S. 744.

¹⁰³ Vgl. Laux (2006a), S. 11 u. 24-27. Neben der Etablierung von Entlohnungssystemen existieren weitere Möglichkeiten zur Anreizsetzung, die i. w. S. zu den Anreizsystemen gezählt werden. Nicht-finanzielle oder vertraglich nicht geregelte Belohnungen werden in der vorliegenden Arbeit jedoch nicht betrachtet. Siehe auch Gliederungspunkt 3.1 der vorliegenden Arbeit.

¹⁰⁴ Vgl. bspw. Kiener (1990), S. 28; Laux (2006a), S. 10. Zu spezifischen Anforderungen an Entlohnungssysteme siehe Gliederungspunkt 3.3.2 der vorliegenden Arbeit.

Im Allgemeinen besteht eine enge, interdependente *Beziehung zwischen Anreiz- und Kontrollsystemen*.¹⁰⁵ Ob diese Beziehung substitutiv oder komplementär ist, ist umstritten und hängt neben der konkreten Abgrenzung auch von dem spezifischen betrachteten Agency-Problem ab.¹⁰⁶ Im Allgemeinen erscheint es plausibel, dass sich der Kontrollbedarf durch geeignete Anreize einschränken lässt. Aufgrund der Unvollkommenheit von Kontroll- und Anreizmechanismen in der Praxis kann jedoch i. d. R. auf keinen der beiden Corporate Governance-Mechanismen vollständig verzichtet werden.¹⁰⁷ Dementsprechend gewährleisten auch Anreizsysteme in der Praxis im Allgemeinen keine vollständige Interessenharmonisierung.¹⁰⁸ Dies kann beispielsweise auf eine ungeeignete Gestaltung des Entlohnungssystems, nicht-berücksichtigte (bspw. nicht-finanzielle) Zielsetzungen der Agenten oder die Komplexität der Entscheidungssituation (bzw. einer unzureichenden Abbildung im Entlohnungssystem) zurückzuführen sein. Dies erfordert den zusätzlichen Einsatz von Kontrollmechanismen, um Fehlverhalten im Zusammenhang mit den verbleibenden Interessenkonflikten zu reduzieren.¹⁰⁹ Unabhängig von der Güte der Interessenangleichung durch das Anreizsystem besteht in jedem Fall mindestens ein Bedarf nach einer Kontrolle der Ausprägung der Bemessungsgrundlage, um Fehlanreize zu vermeiden.¹¹⁰

Vor dem Hintergrund der Zielsetzung der vorliegenden Arbeit liegt der Fokus der Betrachtung auf der *Anreizgestaltung mittels Entlohnungssystemen*. Diese besteht darin, aufzuzeigen wie Entlohnungssysteme für Vorstände und Aufsichtsräte vor dem Hintergrund der Shareholder Value-Orientierung gestaltet werden sollten. Der Kontrollmöglichkeit wird dabei (zumindest teilweise) durch die Berücksichtigung der Existenz eines Aufsichtsrats Rechnung getragen.

Bevor die Gestaltung der Entlohnungssysteme von Vorstand und Aufsichtsrat untersucht werden kann, ist jedoch die Kenntnis ihrer Aufgaben bzw. Kompetenzen erforderlich. Diese sowie die Anzahl der Leitungsorgane werden durch das sogenannte Leitungssystem determiniert.¹¹¹ Obschon die Gestaltung der Entlohnungssysteme für die Leitungsorgane im dualisti-

¹⁰⁵ Vgl. Laux (2006a), S. 21. In der Literatur finden sich unterschiedliche sowie z.T. wenig trennscharfe Definitionen. Diese sind jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

¹⁰⁶ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 61; Zajac/Westphal (1994), S. 135 u. 138; Tosi/Katz/Gomez-Mejia (1997), S. 586 u. 597; Gedenk (1998), S. 23; Rutherford/Buchholtz/Brown (2007), S. 415 u. 427.

¹⁰⁷ Vgl. Laux (1990), S. 7; Laux (2006a), S. 34; Rutherford/Buchholtz/Brown (2007), S. 427.

¹⁰⁸ Vgl. Laux (1990), S. 7; Shleifer/Vishny (1997), S. 745; Jensen/Murphy/Wruck (2004), S. 22 u. 47-48; Laux (2006a), S. 34.

¹⁰⁹ Vgl. Laux (1990), S. 7; Jensen/Murphy/Wruck (2004), S. 22 u. 47-48; Laux (2006a), S. 34.

¹¹⁰ Vgl. Laux (1990), S. 7; Ruhl (1990), S. 8; Breid (1995), S. 844; Laux (2006a), S. 34. In diesem Fall dient die Kontrolle nicht mehr (primär) der Lösung von Agency-Problemen.

¹¹¹ Vgl. Schewe (2010), S. 66-67. Bleicher/Wagner (1993) sprechen in diesem Zusammenhang von der *Spitzenverfassung*. Vgl. ebenda, S. 4.

schen System im Fokus dieser Arbeit steht, erscheinen auch Kenntnisse über das monistische Board-Modell bedeutsam. Diese ermöglichen nämlich eine Beurteilung der Übertragbarkeit der Erkenntnisse der vorliegenden Untersuchung in Hinblick auf ebendieses weitverbreitete Leitungssystem. Entsprechend widmet sich der nachstehende Gliederungspunkt der Beschreibung dieser Leitungssysteme.

2.3 Institutionelle Organisation der Unternehmensleitung

2.3.1 Einleitung

Im Folgenden werden die beiden Grund- bzw. Extremformen der institutionellen Organisation der Unternehmensleitung charakterisiert. Die institutionelle Leitungsorganisation wird auch als *Leitungssystem* bezeichnet und bildet einen wichtigen Bestandteil der internen Corporate Governance.¹¹² Welches Leitungssystem in der Praxis konkret anzutreffen ist, ist im Allgemeinen vom Standort sowie der Rechtsform des Unternehmens abhängig. So ist beispielsweise für deutsche Aktiengesellschaften (AG) das dualistische Leitungssystem – auch bekannt als Trennungsmodell – verbindlich, während amerikanische Unternehmen der Rechtsform einer publicly held corporation einem monistischen Boardmodell – auch als Vereinigungsmodell bekannt – folgen müssen. In der Europäischen Gesellschaft (Societas Europaea (SE)) besteht wiederum ein Wahlrecht zwischen dem monistischen und dem dualistischen System.¹¹³ Auch existieren in manchen Ländern (bspw. in der Schweiz oder Japan) Mischformen dieser beiden Leitungssysteme.¹¹⁴ Die Frage der Vorzüge bzw. der Eignung verschiedener Leitungssysteme erscheint gleichermaßen bedeutsam wie umstritten und bildet einen häufigen Gegenstand von Corporate Governance-Debatten. Sie steht jedoch nicht im Fokus der vorliegenden Arbeit. Entsprechend wird auf eine Diskussion verschiedener Leitungssysteme verzichtet. Stattdessen erfolgt lediglich jeweils eine kurze Beschreibung der Aufgaben und des Verhältnisses der an der Unternehmensleitung beteiligten Akteure sowie eine Nennung der wesentlichen Vor- und Nachteile für die beiden prototypischen Formen der Spitzenorganisation: dem *monistischen* und dem *dualistischen System*.¹¹⁵

2.3.2 Monistisches Leitungssystem: Board als Leitungsorgan

Das *monistische Leitungssystem* ist durch eine *einstufige Spitzenorganisation* gekennzeichnet.¹¹⁶ Das heißt, es existiert ein einziges Leitungsorgan, dessen Aufgabe sowohl in der Führung als auch in der Überwachung des Unternehmens besteht.¹¹⁷ Dieses Leitungssystem wird daher auch als *Vereinigungsmodell* oder *Einkammer-System* bezeichnet.¹¹⁸ Es ist international

¹¹² Vgl. Thomsen/Conyon (2012), S. 56 u. 142; Zipperling (2012), S. 30.

¹¹³ Vgl. DCGK (2014), Tz. 1; Zipperling (2012), S. 49 sowie weiterführend hierzu ebenda, S. 47-51.

¹¹⁴ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 7-8; Vgl. Schewe (2010), S. 68-69.

¹¹⁵ Vgl. Steinmann/Gerum (1978), S. 86-89; Bleicher/Wagner (1993), S. 9; Schewe (2010), S. 68.

¹¹⁶ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 28; Witt (2002), S. 62.

¹¹⁷ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 7; Witt (2002), S. 62; Kuck (2006), S. 17; Schewe (2010), S. 70; Merkt (2013), S. 337.

¹¹⁸ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 9; Gerum (2004), S. 172-173 bzw. Kuck (2006), S. 17.

weit verbreitet und vor allem für angelsächsische Kapitalgesellschaften charakteristisch.¹¹⁹ Zum Teil existieren jedoch (erhebliche) Unterschiede zwischen den monistischen Systemen verschiedener Länder.¹²⁰ Diese sollen jedoch nicht im Mittelpunkt der vorliegenden Ausführung stehen.¹²¹ Vielmehr geht es um die Vermittlung eines Eindrucks der grundlegenden Struktur eines monistischen Systems. Dies geschieht im Folgenden exemplarisch anhand des amerikanischen Board-Modells.¹²²

Das Leitungsorgan im (amerikanischen) monistischen Leitungssystem wird als *Board* (*board of directors*) bezeichnet,¹²³ sein Vorsitzender als *Chairman*.¹²⁴ Die Aufgabe des Board besteht in der selbstständigen Leitung des Unternehmens, d. h. er ist nicht an Weisungen der Anteilseigner gebunden.¹²⁵ Die Mitglieder des Board (*directors*) werden in der Regel im Rahmen des *Annual General Meeting (AGM)*¹²⁶ von den Anteilseignern gewählt und können auch von ihnen abberufen werden.¹²⁷ Eine Abberufung aus wichtigem Grund ist stets möglich.¹²⁸ In einigen US-Bundesstaaten kann eine Abberufung auch ohne wichtigen Grund erfolgen.¹²⁹ Im Rahmen dieser Personalkompetenz verfügen die Anteilseigner über eine Möglichkeit, Einfluss darauf zu nehmen, dass der Board der Leitung des Unternehmens in ihrem Sinne nachkommt.¹³⁰

Die Leitung des Unternehmens bezieht sich wie bereits erwähnt sowohl auf die Führung als auch auf die Überwachung der (gewöhnlichen) Geschäfte des Unternehmens.¹³¹ Die *Geschäftsführungskompetenz* umfasst dabei beispielsweise Entscheidungen hinsichtlich der strategischen Ausrichtung des Unternehmens, hinsichtlich bedeutsamer Verträge mit Dritten so-

¹¹⁹ Vgl. bspw. Schneider-Lenné (1995), S. 28; Gerum (2004), S. 173 bzw. Schewe (2010), S. 70; Thomsen/Conyon (2012), S. 142-145; Zipperling (2012), S. 30.

¹²⁰ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 28.

¹²¹ Für eine Darstellung des britischen oder schweizerischen Boardmodell siehe bspw. Schneider-Lenné (1995); Zipperling (2012) bzw. Bleicher/Leberl/Paul (1989).

¹²² Der Begriff *amerikanisches Board* bezieht sich in der vorliegenden Arbeit auf die institutionelle Spitzenorganisation in Unternehmen mit der Rechtsform „publicly held corporation“.

¹²³ Vgl. Schewe (2010), S. 70; Zipperling (2012), S. 39; Merkt (2013), S. 324. Im deutschen Sprachgebrauch ist auch die Bezeichnung als *Verwaltungsrat* geläufig. Vgl. bspw. Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 226.

¹²⁴ Vgl. Merkt (2013), S. 332.

¹²⁵ Vgl. Merkt (2013), S. 327.

¹²⁶ General Meeting bezeichnet die Hauptversammlung der Aktionäre und stellt ihr Vertretungsorgan dar.

¹²⁷ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 36; Kuck (2006), S. 17; Schewe (2010), S. 71-72; Thomsen/Conyon (2012), S. 56. Dennoch besteht zum Teil die Möglichkeit der Besetzung vakanter Boardposten durch den amerikanischen Board selbst. Vgl. hierzu Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 226-227; Schneider-Lenné (1995), S. 36; Zipperling (2012), S. 40.

¹²⁸ Vgl. Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 226-227; Schneider-Lenné (1995), S. 31 u. 37.

¹²⁹ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 31 u. 37; Merkt (2013), S. 326.

¹³⁰ Vgl. Merkt (2013), S. 327.

¹³¹ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 7; Merkt (2013), S. 337-338. Hinsichtlich der Geschäftsführungsaufgabe sei angemerkt, dass es für Entscheidungen, welche über die gewöhnliche Geschäftsführung hinausgehen, der Zustimmung des General Meeting bedarf. Vgl. Merkt (2013), 338.

wie über größere Anschaffungen oder Veräußerungen. Darüber hinaus fallen zum Teil auch Kapitalmaßnahmen, wie beispielsweise Aktienemissionen oder -rückkäufe sowie die Ausschüttung von Dividenden, in den Zuständigkeitsbereich des Board oder erfordern zumindest dessen Zustimmung.¹³² Auch die Besetzung und Abberufung leitender Angestellter (*officers* bzw. *executive officers*), welche das operative Tagesgeschäft erledigen,¹³³ einschließlich ihres Vorsitzenden, dem *Chief Executive Officer (CEO)*, ist Aufgabe des Board.¹³⁴ Der CEO steht hierarchisch über den übrigen leitenden Angestellten und ist ihnen gegenüber in Hinblick auf das operative Geschäft weisungsbefugt (*direktorialer Führungsstil*). Zugleich wirkt er als *director* im Allgemeinen *kollegial* an den Beschlussfassungen des Board mit.¹³⁵ Grundsätzlich ist es zudem möglich, dass er auch den Vorsitz des Board innehat (*Personalunion von CEO und Chairman*) – auch bekannt als *CEO Duality*.¹³⁶ Die Aufgabe des Board in Hinblick auf die leitenden Angestellten beschränkt sich nicht auf die dargelegte Personalkompetenz, sondern umfasst als wesentlichen Bestandteil des *Überwachungsauftrags* auch die Kontrolle von deren Geschäftstätigkeiten.¹³⁷

Zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben organisieren sich Boards in der Praxis im Allgemeinen in Ausschüsse (*committees*).¹³⁸ Diese Ausschüsse werden jeweils mit einer wesentlichen Aufgabe des Board betraut und verfügen zum Teil auch über entsprechende Entscheidungsbefugnisse.¹³⁹ Die Überwachung der Ausschusstätigkeiten ist Teil der Überwachungsaufgabe des Board.¹⁴⁰ In der Praxis verbreitet, an einigen Börsen, wie der New York Stock Exchange (NYSE) oder der NASDAQ, zum Teil sogar erforderlich,¹⁴¹ sind Führungs-, Kontroll-, Vergütungs- und Nominierungsausschüsse.¹⁴²

¹³² Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 37. Hierzu sowie zu weiteren Aufgaben siehe auch Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 226-229; Merkt (2013), S. 337-338.

¹³³ Vgl. Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 230-231; Schewe (2010), S. 74; Merkt (2013), S. 324.

¹³⁴ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 37-38; Thomsen/Conyon (2012), S. 143.

¹³⁵ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 8; Witt (2000), S. 161; Witt (2002), S. 62; Schewe (2010), S. 74; Zipperling (2012), S. 41 bzw. 33.

¹³⁶ Vgl. Böckli (2009), S. 263; Adams/Hermalin/Weisbach (2010), S. 81-82; Schewe (2010), S. 74; Thomsen/Conyon (2012), S. 143-145. In Großbritannien ist sie jedoch unüblich. Vgl. bspw. Crome (2002), S. 23; Thomsen/Conyon (2012), S. 143.

¹³⁷ Vgl. Merkt (2013), S. 327-328.

¹³⁸ Vgl. Kuck (2006), S. 18; Schewe (2010), S. 74; Thomsen/Conyon (2012), S. 143.

¹³⁹ Hierzu sowie für eine Auflistung delegierbarer und nicht-delegierbarer Aufgaben und zur Möglichkeit rein beratender Ausschüsse vgl. Merkt (2013), S. 339-340.

¹⁴⁰ Vgl. Merkt (2013), S. 340 u. 342.

¹⁴¹ Vgl. § 303A.04-.06 NYSE Listed Company Manual bzw. NASDAQ Stock Market Rule 5605; Merkt (2013), S. 339.

¹⁴² Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 35; Kuck (2006), S. 18; Schewe (2010), S. 74; Thomsen/Conyon (2012), S. 144. Für eine ausführlichere Darstellung zu den Ausschüssen siehe bspw. Merkt (2013), S. 339-348.

Im monistischen Board-Modell gibt es keine institutionelle oder rechtlich vorgeschriebene Trennung von Führung und Überwachung.¹⁴³ Dennoch können praktisch innerhalb des Board zwei Gruppen von Mitgliedern unterschieden werden: die geschäftsführenden *Inside-Directors* und die nicht-geschäftsführenden *Outside-Directors*.¹⁴⁴ Während Erstgenannte Angestellte des Unternehmens sind, üben Letztere ihre Board-Tätigkeit in der Regel nur nebenberuflich aus.¹⁴⁵ Im Allgemeinen widmen sich die *Inside-Directors* primär den Führungsaufgaben.¹⁴⁶ Sie besetzen typischerweise den Großteil der Posten innerhalb eines etwaigen *Führungsausschusses* und sind häufig als *executive officers* angestellt.¹⁴⁷ Überwachungsaufgaben hingegen werden überwiegend von den *Outside-Directors* wahrgenommen,¹⁴⁸ welche gerade dadurch gekennzeichnet sind, dass sie in keinem Anstellungs- oder anderweitigen Dienstverhältnis (bspw. als Berater) zum Unternehmen stehen.¹⁴⁹ In Hinblick auf das gesamte Board machen Letztgenannte in der Praxis zumeist den größeren Anteil der Mitglieder aus.¹⁵⁰ Die zuvor angesprochenen Kontroll-, Vergütungs- und Nominierungsausschüsse werden typischerweise größtenteils, teilweise sogar ausschließlich, mit *unabhängigen* *Outside-Directors* (*independent director*) besetzt.¹⁵¹ Als unabhängig gelten im Allgemeinen *Outside-Directors*, die je nach Definition regelmäßig noch zusätzliche Unabhängigkeitskriterien erfüllen.¹⁵² Um im Rahmen der Zulassungsregeln für Unternehmen an der New York Stock Exchange als unabhängig zu gelten, darf das Board-Mitglied beispielsweise „keine materiellen Beziehungen zum notierten Unternehmen [haben]“.“¹⁵³ In Anbetracht der Möglichkeit einer Unterscheidung von *Inside-* und *Outside-Directors* ist jedoch wichtig zu verstehen, dass es hierbei um eine rein interne horizontale Teilung des Spitzenorgans handelt.¹⁵⁴ Formal handelt es sich dennoch um ein einziges Organ, dessen Entscheidungen offiziell stets vom gesamten Board zu verant-

¹⁴³ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 28 u. 36. Allerdings existieren i.A. Börsenzulassungsregeln hinsichtlich der Besetzung bestimmter Ausschüsse mit unabhängigen Board-Mitgliedern.

¹⁴⁴ Darüber hinaus sind für diese insbesondere in Großbritannien die Bezeichnungen *executive* bzw. *non-executive director* geläufig.

¹⁴⁵ Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 210; Lutter (1995), S. 16; Adams/Hermalin/Weisbach (2010), S. 80 u. 83; Schewe (2010), S. 74; Thomsen/Conyon (2012), S. 142-143.

¹⁴⁶ Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 216.

¹⁴⁷ Vgl. Merkt (2013), S. 341 bzw. S. 332.

¹⁴⁸ Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 216; Zipperling (2012), S. 44.

¹⁴⁹ Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), 210; Kuck (2006), S. 17-18; Merkt (2013), S. 341.

¹⁵⁰ Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 211; Schneider-Lenné (1995), S. 36; Schewe (2010), S. 74. Teilweise ist dies sogar erforderlich. Vgl. bspw. NASDAQ Stock Market Rule 5605 (b).

¹⁵¹ Vgl. Thomsen/Conyon (2012), S. 144.

¹⁵² Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 36; Adams/Hermalin/Weisbach (2010), S. 80; Thomsen/Conyon (2012), S. 152; Merkt (2013), S. 344; NASDAQ Stock Market Rule 5605 (2).

¹⁵³ § 303A.02 (a) (i) NYSE Listed Company Manual.

¹⁵⁴ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 10.

worten sind.¹⁵⁵ So bedarf es für diese – wie bereits angedeutet – im Allgemeinen eines Mehrheitsentschlusses im Board (*Kollegialprinzip*).¹⁵⁶

Abschließend sei noch kurz auf wesentliche Stärken und Schwächen des monistischen Leitungssystems hingewiesen: Als Stärke wird gemeinhin die Einbindung der Outside-Directors in die Geschäftsführung angesehen, da aus ihr erstens eine der Überwachung dienliche Informationsnähe ebendieser Board-Mitglieder resultiert und zweitens deren spezifische Kompetenzen – anders als bei einer reinen *ex post-Kontrolle* – unmittelbar in die Geschäftsführungstätigkeit einfließen können.¹⁵⁷ Darüber hinaus gilt auch die schnelle Entscheidungsfindung im monistischen System, welche durch eine starke Stellung des CEO ermöglicht wird, als Stärke dieses Systems. Dennoch stellt die Machtkonzentration beim CEO zugleich auch ein Risiko dar.¹⁵⁸ In diesem Zusammenhang ist insbesondere auch die Möglichkeit der Personalunion von CEO und Chairman kritisch zu betrachten, da sie die Ausübung einer effektiven Kontrolle der Geschäftsführung durch das Board erschweren dürfte.¹⁵⁹ Als weitere wesentliche Schwäche ist die geringe Neutralität der kontrollierenden Board-Mitglieder zu nennen. Diese resultiert u. a. aus einer nicht unerheblichen Beteiligung ebendieser Board-Mitglieder an den Geschäftsführungsentscheidungen.¹⁶⁰

Dem monistischen Board-Modell als Extremform gegenüber steht das dualistische Leitungsmodell, welches im folgenden Gliederungspunkt beschrieben wird.

2.3.3 Dualistisches Leitungssystem: Vorstand und Aufsichtsrat als Leitungsorgane

Das *dualistische System* der Unternehmensleitung wird durch die Existenz von zwei voneinander unabhängigen Spitzenorganen sowie die mit ihr einhergehende institutionelle Funktionstrennung von Führung und Kontrolle geprägt. Es wird daher auch als *Zweikammersystem* oder *Trennungsmodell* bezeichnet.¹⁶¹ Eine gleichzeitige Besetzung eines Postens in beiden

¹⁵⁵ Vgl. Kolb (1979/80), S. 189-216 (zit. nach Merkt (2013), S. 341); Treumann/Peltzer/Kuehn (1990), S. 226-227; Thomsen/Canyon (2012), S. 143.

¹⁵⁶ Vgl. Merkt (2013), S. 334.

¹⁵⁷ Vgl. Kuck (2006), S. 19; Welge/Eulerich (2014), S. 40.

¹⁵⁸ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 42-43; Jensen/Murphy/Wruck (2004), S. 54; Kuck (2006), S. 18-19; Schewe (2010), S. 90-91.

¹⁵⁹ Vgl. bspw. Schneider-Lenné (1995), S. 43; Böckli (2009), S. 268; Welge/Eulerich (2014), S. 40. Entsprechend raten mittlerweile viele Corporate Governance Kodizes und Richtlinien von einer solchen ab. Vgl. bspw. UK Corporate Governance Code, Tz. A.2.1; ICGN Global Governance Principles (2014), Tz. 2.1.

¹⁶⁰ Vgl. Kuck (2006), S. 19; Böckli (2009), S. 268; Schewe (2010), S. 90; Welge/Eulerich (2014), S. 40.

¹⁶¹ Vgl. bspw. Lutter (1995), S. 6; Kuck (2006), S. 20 u. 22 bzw. Bleicher/Wagner (1993), S. 9; Schneider-Lenné (1995), S. 28; Gerum (2004), S. 172-173.

Organen ist nicht möglich.¹⁶² Auf diese Weise wird also auch eine personelle Trennung sichergestellt.¹⁶³ Die folgenden Ausführungen fokussieren das dualistische Leitungssystem deutscher Aktiengesellschaften.¹⁶⁴ Zur Begründung dieser Fokussierung sei daran erinnert, dass Deutschland als Ursprung des dualistischen Systems angesehen wird und dieses für deutsche Aktiengesellschaften sogar verpflichtend ist.¹⁶⁵

In Analogie zum General Meeting im monistischen Modell existiert im dualistischen System neben den beiden Leitungsorganen ein weiteres Pflichtorgan: die *Hauptversammlung (HV)*. Sie stellt die Versammlung der Aktionäre zur Ausübung ihrer Rechte dar.¹⁶⁶ In Anbetracht der Existenz der drei Organe wird das System zum Teil auch als zweistufig bezeichnet,¹⁶⁷ obwohl im Sinne des Gesetzgebers in deutschen Aktiengesellschaften keine hierarchische Abstufung zwischen diesen vorliegt.¹⁶⁸ Bei den beiden Leitungsorganen in deutschen Aktiengesellschaften handelt es sich zum einen um den *Vorstand*, dessen Aufgabe in der Führung des Unternehmens besteht, und zum anderen um den *Aufsichtsrat*, der als Kontrollgremium fungiert.¹⁶⁹

Zunächst wird der *Vorstand* als Führungsorgan der deutschen Aktiengesellschaft charakterisiert. Seine Aufgabe besteht in der *Geschäftsführung* im Sinne einer eigenständigen Leitung des Unternehmens.¹⁷⁰ Diese umfasst primär originäre Führungsaufgaben wie die Festsetzung der Unternehmenspolitik und die Leitung des Tagesgeschäfts.¹⁷¹ Auch die Erstellung des Jahresabschlusses und des Lageberichts sowie eines Gewinnverwendungsvorschlags fällt in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands.¹⁷² Zudem besteht eine Informationspflicht des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat, damit Letzterer seine Überwachungsaufgabe wahrnehmen

¹⁶² Vgl. §105 Abs. 1 Satz 1 AktG. Im Allgemeinen ist eine zweijährige Karenzzeit für einen Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat vorgesehen. Vgl. §100 Abs. 2 Nr. 4 AktG.

¹⁶³ Vgl. Zipperling (2012), S. 45.

¹⁶⁴ Vgl. Lutter (1995), S. 11; Gerum (2004), S. 174.

¹⁶⁵ Vgl. Lutter (1995), S. 15 bzw. AktG erster und zweiter Abschnitt des Vierten Teils.

¹⁶⁶ Vgl. Zipperling (2012), S. 31; §118 Abs. 1 Satz 1 AktG. AktG. Hinsichtlich der Bewilligung einer Entlohnung für den Aufsichtsrat sei vorweggriffen, dass diese gemäß §113 Abs. 1 Satz 2 AktG in den Kompetenzbereich der Hauptversammlung fällt. Siehe auch Gliederungspunkt 3.2.3.2. Zu den Rechten der HV zählen im Allgemeinen gemäß §119 Abs. 1 AktG unter anderem die Besetzung des Aufsichtsrats (ausgenommen der Arbeitnehmervertreter), die Beschließung über die Verwendung des Bilanzgewinns, Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, die Bestellung des Abschlussprüfers, Satzungsänderungen sowie Maßnahmen der Kapitalbeschaffung oder –herabsetzung.

¹⁶⁷ Vgl. bspw. Schneider-Lenné (1995), S. 28; Witt (2002), S. 60.

¹⁶⁸ Vgl. Lutter (1995), S. 14; Potthoff/Trescher/Theisen (2003), S. 1. Die Argumentation beruft sich darauf, dass „keines der Organe [...] des anderen Vorgesetzter [ist]“ (Lutter (1995), S. 14). In Gliederungspunkt 3.2.3.3 wird beschrieben, dass aus ökonomischer Sicht dennoch eine zweistufige Hierarchiebeziehung vorliegt.

¹⁶⁹ Vgl. Kuck (2006), S. 20 u. 22; Zipperling (2012), S. 31 bzw. 34-35.

¹⁷⁰ Vgl. § 76 Abs. 1 AktG; DCGK (2014), Tz. 4.1.1.

¹⁷¹ Vgl. Zipperling (2012), S. 31.

¹⁷² Vgl. § 170 Abs. 1 Satz 1 bzw. Abs. 2 Satz 1 AktG.

kann.¹⁷³ Darüber hinaus fungiert der Vorstand als Vertretungsorgan der Gesellschaft.¹⁷⁴ Einzig bei einem Vertretungserfordernis gegenüber dem Vorstand vertritt der Aufsichtsrat die Gesellschaft.¹⁷⁵ Die Bestellung des Vorstands erfolgt durch den Aufsichtsrat für eine Amtszeit von (zunächst) maximal fünf Jahren.¹⁷⁶ Grundsätzlich kann der Vorstand deutscher Aktiengesellschaften aus einem oder mehreren Mitgliedern bestehen.¹⁷⁷ Besteht er aus mehreren Mitgliedern, so kann eines vom Aufsichtsrat zum Vorstandsvorsitzenden ernannt werden.¹⁷⁸ Diesem kommt jedoch keine solch starke Machtposition zu wie dem CEO im monistischen System. In deutschen Aktiengesellschaften hat die Geschäftsführung nämlich im Allgemeinen gemeinschaftlich durch den Vorstand zu erfolgen.¹⁷⁹ Eine Zuweisung bestimmter Aufgabenbereiche an Vorstandsmitglieder im Sinne von Ressortzuständigkeiten ist jedoch grundsätzlich möglich.¹⁸⁰

Ein herausragendes Charakteristikum des dualistischen Systems ist die Existenz eines *Aufsichtsrats* als separates *Kontrollorgan*, welches unabhängig von dem soeben vorgestellten Geschäftsführungsorgan ist. Die Hauptaufgabe des Aufsichtsrats ist die Überwachung. Diese Aufgabe umfasst im Wesentlichen die Kontrolle der Geschäftsführung des Vorstands, die Prüfung des vom Vorstand aufgestellten Jahresabschlusses, Lageberichts sowie Gewinnverwendungsvorschlags, die Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder sowie die Festsetzung von deren Vergütungen.¹⁸¹ Darüber hinaus wird dem Aufsichtsrat mittlerweile auch eine beratende Funktion in Hinblick auf die Geschäftsführung zugeschrieben.¹⁸² Des Weiteren verfügt der Aufsichtsrat sogar über eine gewisse, wenngleich sehr beschränkte, unternehmerische Mitentscheidungskompetenz, indem es zur Durchführung von Geschäften bestimmter Arten, die in der Satzung oder durch ihn selbst festzulegen sind, der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf.¹⁸³ Ein Initiativrecht steht ihm jedoch nicht zu.¹⁸⁴ Eine Übertragung von Geschäftsführungstätigkeiten an den Aufsichtsrat ist grundsätzlich ausgeschlossen.¹⁸⁵

¹⁷³ Vgl. § 90 AktG. Zu Details hinsichtlich des Informationsgegenstands und -zeitpunkts siehe ebenda.

¹⁷⁴ Vgl. § 78 Abs. 1 Satz 1 AktG; Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 93.

¹⁷⁵ Vgl. § 112 Satz 1 AktG.

¹⁷⁶ Vgl. § 84 Abs. 1 Satz 1 AktG. Eine Verlängerung bzw. Neuberufung ist jedoch zulässig.

¹⁷⁷ Vgl. § 76 Abs. 2 Satz 1 AktG.

¹⁷⁸ Vgl. § 84 Abs. 2 AktG.

¹⁷⁹ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 8; Böckli (2009), S. 259; Zipperling (2012), S. 32; § 77 Abs. 1 AktG. Eine abweichende Satzungsregelung ist jedoch in begrenztem Ausmaß zulässig. Vgl. ebenda.

¹⁸⁰ Vgl. DCGK (2014), Tz. 4.2.1; Welge/Eulerich (2014), S. 43.

¹⁸¹ Vgl. § 111 Abs. 1 AktG bzw. § 171 Abs. 1 Satz 1 bzw. § 84 AktG.

¹⁸² Vgl. Potthoff/Trescher/Theisen (2003), S. 2-4; Lutter/Krieger (2008), S. 25; Zipperling (2012), S. 46; DCGK (2014), Tz. 1 u. 5.1.1. Für eine ausführliche Darstellung der Beratungsfunktion siehe Lutter/Krieger (2008), S. 40-43.

¹⁸³ Vgl. § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG; Potthoff/Trescher/Theisen (2003), S. 25.

¹⁸⁴ Vgl. Lutter (1995), S. 14; Raiser/Veil (2009), S. 380.

¹⁸⁵ Vgl. § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG.

Im Gegensatz zu Vorstandsmitgliedern üben Aufsichtsratsmitglieder ihr Amt in der Regel nur nebenberuflich aus.¹⁸⁶ Hinsichtlich der Größe des Aufsichtsrats schreibt das Gesetz vor, dass dieser grundsätzlich aus mindestens drei Mitgliedern bestehen muss. Darüber hinaus muss die Anzahl der Mitglieder im Allgemeinen – sofern nicht das Mitbestimmungsgesetz greift – durch drei teilbar sein und ist nach oben in Abhängigkeit der Höhe des Grundkapitals der Gesellschaft (auf 9, 15 bzw. 21 Mitglieder) beschränkt.¹⁸⁷ Spezifisch für deutsche Aufsichtsräte ist dabei insbesondere die Zusammensetzung ihrer Mitglieder: So sind diese Überwachungsorgane, neben den (zu erwartenden) Vertretern der Kapitaleseite, welche von der Hauptversammlung gewählt werden,¹⁸⁸ häufig auch mit *Arbeitnehmervertretern* besetzt.¹⁸⁹ Das konkrete Verhältnis der beiden Vertretergruppen ist abhängig von der Unternehmensgröße und wird durch die jeweils anzuwendende Mitbestimmungsvorschrift determiniert.¹⁹⁰ Ab einer Mitarbeiterzahl von mehr als 500 bzw. 2000 ist der Aufsichtsrat zwingend zu einem Drittel bzw. zur Hälfte mit Vertretern der Arbeitnehmer zu besetzen.¹⁹¹ Durch die Existenz von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat wird dieser auch zu einem Forum für einen Interessenausgleich zwischen Kapitalgebern und Arbeitnehmern.¹⁹²

In Hinblick auf die Arbeitsorganisation des Aufsichtsrats schreibt das Aktiengesetz vor, dass es einen Aufsichtsratsvorsitzenden und mindestens einen Stellvertreter geben muss, welche die Aufsichtsratsmitglieder selbst aus ihrer Mitte wählen.¹⁹³ Praktisch obliegt der Vorsitz stets einem Vertreter der Anteilseigner.¹⁹⁴ Die Entscheidungsfindung innerhalb des Aufsichtsrats erfolgt kollegial.¹⁹⁵ Lediglich in Pattsituationen verfügt der Aufsichtsratsvorsitzende über ein doppeltes Stimmrecht.¹⁹⁶ Um eine möglichst effiziente Arbeitsweise zu ermöglichen, ist der Aufsichtsrat befugt (analog zum monistischen Board), *Ausschüsse* zu bilden.¹⁹⁷ Abhängig vom konkreten Zuständigkeitsbereich des jeweiligen Ausschusses darf ein Ausschuss über

¹⁸⁶ Vgl. Kara (2009), S. 34; Grunzei/Zaumseil (2012), S. 17; Zipperling (2012), S. 34.

¹⁸⁷ Vgl. § 95 Satz 1 AktG; DCGK (2014), Tz. 5.3.

¹⁸⁸ Vgl. Zipperling (2012), S. 33; § 119 Abs. 1 AktG; DCGK (2014), Tz. 1 u. Tz. 2.2.1.

¹⁸⁹ Nur bei Kapitalgesellschaften mit bis zu 500 Mitarbeitern ist es teilweise möglich, dass der Aufsichtsrat ausschließlich aus Vertretern der Anteilseigner besteht. Vgl. Lutter (1995), S. 10.

¹⁹⁰ Vgl. § 96 AktG.; Zipperling (2012), 33.

¹⁹¹ Vgl. § 1 und 4 DrittelbG bzw. § 1 und 7 MitbestG; DCGK (2014), Tz. 1.

¹⁹² Vgl. Bleicher/Leberl/Paul (1989), S. 86-87; Kuck (2006), S. 20; Böckli (2009), S. 260; Zipperling (2012), S. 37 u. 46. Der Aspekt der Arbeitnehmervertretung im deutschen Aufsichtsrat findet in der vorliegenden Arbeit jedoch keine weitere Beachtung.

¹⁹³ Vgl. § 107 Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹⁹⁴ Vgl. Böckli (2009), S. 260; DCGK (2014), Tz. 1.

¹⁹⁵ Vgl. Bleicher/Wagner (1993), S. 8.

¹⁹⁶ Vgl. § 29 Abs. 2 Satz 1 MitbestG.

¹⁹⁷ Vgl. § 107 Abs. 3 AktG. Eine solche Ausschussbildung wird vom DCGK explizit empfohlen. Vgl. ebenda (2014), Tz. 5.3. Für eine weiterführende Darstellung siehe bspw. Welge/Eulerich (2014), S. 54-59.

Entscheidungskompetenz verfügen oder auch nur vorbereitende Arbeit für die Beschlussfassung im gesamten Gremium leisten.¹⁹⁸

Abschließend werden die wesentlichen Stärken und Schwächen des dualistischen Systems hervorgehoben. Als seine wohl bedeutsamste Stärke wird die Überwachung der Geschäftsführung durch ein unabhängiges, nicht in die Geschäftsführung involviertes Organ angesehen.¹⁹⁹ Aus der strikten Trennung von Führung und Überwachung resultiert jedoch zugleich auch eine Schwäche des dualistischen Systems: Diese besteht in der Entscheidungsferne des Aufsichtsrats, welche ein niedrigeres (initiales) Informationsniveau für seine Überwachungstätigkeit impliziert.²⁰⁰ Auch die Existenz von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat, welche gerade durch die dualistische Organstruktur ermöglicht wird,²⁰¹ ist nicht unumstritten. Zumeist wird sie jedoch eher als Schwäche bewertet, da eine Verringerung der Überwachungsqualität beispielsweise durch mögliche Koalitionsbildungen zwischen Vorstand und Arbeitnehmern gegen die Interessen der Anteilseigner befürchtet wird.²⁰²

Die Darstellung der allgemeinen Grundlagen der Corporate Governance schließt mit dieser Beschreibung der Leitungssysteme. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten *Relevanz von Corporate Governance* wird im Folgenden untersucht, wie nachvertragliche Agency-Probleme, insbesondere solche aufgrund von *hidden information* zwischen dem *Vorstand bzw. CEO* und den Anteilseignern mithilfe von *Anreizen durch Entlohnungssysteme* gelöst werden können, um eine *Unternehmenszielverfolgung im Sinne der Anteilseigner* sicherzustellen. Zu diesem Zweck werden im nächsten Kapitel die Grundlagen der Gestaltung von Entlohnungssystemen eingeführt.

¹⁹⁸ Vgl. § 107 Abs. 3 Satz 3 AktG; Jaschke (1989), S. 273; Schewe (2010), S. 83.

¹⁹⁹ Vgl. Lutter (1995), S. 17-18; Kuck (2006), S. 19; Schewe (2010), S. 90-91.

²⁰⁰ Vgl. Lutter (1995), S. 18-19; Böckli (2009), S. 267-268.

²⁰¹ Vgl. Lutter (1995), S. 18 u. 23.

²⁰² Vgl. Schewe (2010), S. 90. Hierzu sowie weiterführend siehe Kuck (2006), S. 35-38; Böckli (2009), S. 260-262.

Gestaltung anreizkompatibler Entlohnungssysteme für
Vorstand und Aufsichtsrat

Ortner, J.

2017, XXIII, 202 S. 6 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-16310-5