

SCHÄFFER

POESCHEL

ols
Verlag
Dr. Otto Schmidt
Köln

Teil A:
Regelungsquellen und Regelungsebenen
der Corporate Governance

Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance

Axel v. Werder*

- A. Begriff und aktuelle Bedeutung der Corporate Governance
- B. Grundtatbestände der Corporate Governance
 - I. Corporate Governance im Spannungsfeld von Opportunismusrisiken und Opportunismuschancen
 - II. Funktionen der Corporate Governance
 - III. Unternehmensinteresse als Leitmaxime
- C. Gestaltungskonzepte der Corporate Governance
 - I. Governancemechanismen
 - II. Governanceprinzipien
 - III. Regelungsinstrumente
- D. Corporate Governance Systeme
 - I. Systemelemente und Systemtypen
 - II. Systemwettbewerb
 - III. Corporate Governance und Unternehmenserfolg
- E. Ausblick

Literatur

* Prof. Dr. Axel v. Werder, Lehrstuhl für BWL – Organisation und Unternehmensführung, Technische Universität Berlin.

A. Begriff und aktuelle Bedeutung der Corporate Governance

Der angelsächsische Terminus Corporate Governance (CG) hat seit Mitte der 90er Jahre verstärkt Eingang in die deutsche Fachliteratur gefunden¹ und markiert heute eines der am meisten diskutierten Managementthemen. CG bezeichnet in einer Kurzformel den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens². Der Terminus lässt sich nicht ohne weiteres wörtlich übersetzen, weist jedoch weitgehende Überschneidungen mit dem deutschen Begriff der Unternehmensverfassung auf³. Während die Unternehmensverfassung aber primär die Binnenordnung des Unternehmens (durch Festlegung von Informations- und Entscheidungsrechten verschiedener Akteure bzw. Interessengruppen) betrifft, werden unter dem Stichwort CG auch Fragen der (rechtlichen und faktischen) Einbindung des Unternehmens in sein Umfeld (wie namentlich den Kapitalmarkt) adressiert. Dementsprechend kann zwischen einer internen und einer externen Governanceperspektive differenziert werden⁴. Bei der Innensicht der CG geht es um die jeweiligen Rollen, Kompetenzen und Funktionsweisen sowie das Zusammenwirken der Unternehmensorgane wie Vorstand und Aufsichtsrat. Die Außensicht der CG hingegen bezieht sich auf das Verhältnis der (Träger der) Unternehmensführung zu den wesentlichen Bezugsgruppen des Unternehmens (Stakeholder), wobei den Anteilseignern (Shareholdern) im Kreis der Stakeholder besondere Bedeutung zukommt.

Im Einzelnen werden in der Governancediskussion allerdings höchst vielschichtige und verschiedenartige Fragestellungen verfolgt, die unterschiedlich weite Begriffsfassungen erkennen lassen. Dabei kann im Zeitablauf eine deutliche Ausdehnung des Begriffs der CG festgestellt werden. Im ursprünglichen, amerikanisch geprägten Verständnis betreffen Governancefragen das (Kontroll-)Verhältnis zwischen den Aktionären (als Eigentümern des Unternehmens) und dem Management (als Inhaber der Verfügungsmacht im Unternehmen)⁵. Diese Richtung steht in der Tradition der bahnbrechenden Untersuchung von Berle und Means über die dysfunktionalen Wirkungen der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht⁶. In der (kontinental-)europäischen Debatte und zunehmend auch in der angelsächsischen Literatur⁷ wird der Fokus dagegen breiter angelegt. Neben Governanceproblemen zwischen Aktionären und Management werden auch solche im Verhältnis zwischen dem Management und anderen Stakeholdern sowie zwischen verschiedenen Stakeholdergruppen thematisiert. Ferner finden Fragen der Binnenorganisation der Unter-

1 Vgl. etwa *Baums et al.*, Investors; *Assmann*, Governance; *Picot*, Governance; *Scheffler*, Governance; *Feddersen et al.*, Governance.

2 Vgl. *Hopt/Prigge*, Preface, S. v; *Böckli*, Governance, S. 2 f.; *v. Werder*, Code, S. 2; *v. Werder*, in: *Kodex-Komm.*, Rn. 1.

3 Vgl. auch *Kübler*, Aktienrechtsreform, S. 141 f.; *Schmidt*, Kontinuität, S. 65; *v. Werder*, Corporate Governance, Sp. 160 f., sowie allgemein zur Unternehmensverfassung *Chmielewicz et al.*, Unternehmensverfassung; *Bleicher/Wagner*, Unternehmensverfassung, S. 3 f.

4 Siehe zu dieser Unterscheidung auch *Walsh/Seward*, Efficiency, S. 422; *Hopt*, Grundsätze, S. 782; *Zingales*, Search, S. 1642; *Schmidt*, Kontinuität, S. 76 f.

5 Vgl. auch *Hess*, Governance, S. 10; *Prigge*, Survey, S. 945; *Emmons/Schmidt*, Governance, S. 59.

6 *Berle/Means*, Corporation.

7 Siehe dazu Fn. 26.

nehmensführung im Kontext der CG verstärkt Beachtung. Dabei steht insgesamt die große börsennotierte (Aktien-)Gesellschaft nach wie vor im Mittelpunkt des Interesses, da sich die typischen Governanceprobleme hier in besonders markanter Form zeigen. Allerdings werden verstärkt auch andere Rechtsformen und Unternehmen mittlerer Größenordnungen aus dem Blickwinkel ihrer spezifischen Anforderungen an die CG analysiert⁸.

Die inhaltliche Nähe von CG und Unternehmensverfassung weist bereits darauf hin, dass die Erörterung der hiermit angesprochenen Fragen der Unternehmensführung gerade in Deutschland eine lange Tradition hat⁹. Dies gilt nicht zuletzt auch für die Auseinandersetzung mit der (mangelnden) Effizienz der Führungsorgane wie namentlich dem Aufsichtsrat¹⁰. Gleichwohl lässt sich ohne Zweifel konstatieren, dass die Diskussion über zweckmäßige Formen der Leitung und Überwachung börsennotierter Gesellschaften in den letzten Jahren unter dem Stichwort CG sowohl national als auch international einen bislang noch nicht da gewesenen Stellenwert erlangt hat. Dabei beschränkt sich die Bedeutung keineswegs nur auf den wissenschaftlichen Diskurs. Bemerkenswert ist vielmehr auch die große Resonanz der Thematik in der Wirtschaftspraxis sowie nicht zuletzt beim Gesetzgeber, die sich in einer immer rascheren Abfolge von Gesetzesänderungen niederschlägt¹¹.

Treiber der CG-»Bewegung«¹² sind zum einen die Globalisierung der Wirtschaft und die Liberalisierung der Kapitalmärkte, da die global operierenden, einflussreichen Kapitalmarktakteure wie namentlich die großen institutionellen Investoren (z. B. Pensionsfonds) den Governancemodalitäten der Unternehmen mit Nachdruck Beachtung schenken¹³. Schubkraft erhält die Diskussion um effiziente und transparente Formen der Unternehmensführung zum anderen generell durch spektakuläre Fälle von Missmanagement und Unternehmensschiefen. Infolgedessen werden im Zuge der aktuellen dramatischen Finanz- und Wirtschaftskrise bisherige Governancemodalitäten mit besonderer Konsequenz in Frage gestellt. Den Hintergrund dieser Debatte bildet das bemerkenswerte Phänomen, dass die hochriskanten und teils offensichtlich schlicht kriminellen¹⁴ Geschäftsmodelle im Finanzsektor gerade in der Periode massiver weltweiter Bemühungen zur Verbesserung der

8 Vgl. z. B. *Daily/Dalton, Relationship; Fiegenger et al., Composition; Johannisson/Huse, Recruiting; Talaulicar et al., Start-ups; Claussen/Bröcker, Kodex; Grundei/Talaulicar, Start-ups; Hopt, Board Structures; Weissenberger-Eibl/Spieth, Family Business; Ingley/McCaffrey, Start-Up; Jaskiewicz/Klein, Goal Alignment; Uhlaner/Wright/Huse, Private Firms; Voordeckers/Van Gils/Van den Heuvel, Board Composition.*

9 Vgl. z. B. *Boetcher et al., Unternehmensverfassung; Steinmann/Gerum, Reform; Witte, Verfassung, S. 331 ff.; Bohr et al., Unternehmungsverfassung; Chmielewicz et al., Unternehmungsverfassung, sowie auch den historischen Rückblick von Potthoff, Wandlungen, S. 318 ff. Siehe zum Folgenden auch v. Werder, Code, S. 2 ff.; v. Werder, Kodex, S. 801.*

10 Siehe exemplarisch schon *Schmalenbach, Überwachungspflicht, mit teils drastischer Kritik.*

11 Vgl. hier nur die Zusammenstellung wichtiger einschlägiger Gesetze aus den letzten Jahren bei *Pfitzer/Oser/Orth, Reform; v. Werder, Entwicklungstrends, S. 69 ff., sowie auch bei Hopt und Hommelhoff/Schwab (in diesem Handbuch).*

12 *Hommelhoff, OECD, S. 239 f.; Grechenig et al., Bewegung.*

13 Vgl. auch *Faber (in diesem Handbuch), S. 219 ff.*

14 Erwähnt sei an dieser Stelle nur das »Schneeballsystem« von Bernard L. Madoff Investment Securities LLC, das einen der bislang größten Betrugsfälle der Wirtschaftsgeschichte markiert. Vgl. dazu *Benders/Slodcyk (2008), S. 10.*

CG entwickelt und praktiziert worden sind¹⁵. Ausgehend von diesem Befund werden Grundsatzzfragen zum Verhältnis Markt und Regulierung¹⁶ ebenso intensiv diskutiert wie Einzelaspekte der CG, die etwa die Vergütung¹⁷ und die Verantwortung¹⁸ der Manager betreffen.

B. Grundtatbestände der Corporate Governance

I. Corporate Governance im Spannungsfeld von Opportunismusrisiken und Opportunismuschancen

1. Unternehmen als Vertragsnetzwerke

Unternehmen bilden Orte der Bündelung von Beiträgen verschiedener Akteure bzw. Bezugsgruppen (z. B. Anteilseigner, Arbeitnehmer, Lieferanten und Gläubiger) zur arbeitsteiligen Wertschöpfung unter Leitung eines Top Managements¹⁹. Dabei werden die Beziehungen der Bezugsgruppen zum Unternehmen in expliziten oder impliziten Verträgen geregelt²⁰. Die Governanceprobleme des Unternehmens lassen sich im Kern darauf zurückführen, dass die geschlossenen Verträge zwangsläufig bis zu einem gewissen Grade unvollständig sind und die diversen Bezugsgruppen teils unterschiedliche Interessen verfolgen. Je nach ihren Einflussmöglichkeiten auf das Unternehmensgeschehen können die Akteure somit versuchen, die Unvollständigkeiten der Verträge zu ihren Gunsten – und damit meist zu Lasten anderer Bezugsgruppen – auszunutzen. Je nach ihren Verhaltensmustern werden sie dieser Versuchung auch tatsächlich erliegen.

Verträge sind unvollständig, da und soweit sie sich auf Transaktionen in der Zukunft beziehen und nicht alle (komplexen und unvorhersehbaren) Entwicklungen im Austauschverhältnis zwischen den Vertragsparteien im Detail richtig prognostizieren und fair regeln

15 In diesem Sinne auch der Bundespräsident in seiner Rede am 27.05.2008 anlässlich der Verleihung des Max-Weber-Preises für Wirtschaftsethik in Berlin mit Blick auf die hohe Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: »Doch was hat diese hohe Akzeptanz tatsächlich bewirkt?« (Köhler, Vertrauen). Siehe zum Kodex näher Lutter (in diesem Handbuch) und zu seiner praktischen Akzeptanz die Erhebungen des Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) zum jährlichen Kodex Report (zuletzt v. Werder/Talaulicar, Report 2009).

16 Siehe z. B. Kunz, Tendenz; Grundmann et al., Finanzkrise, S. 22 ff.; Möschel, Finanzmarktkrise; Vaubel, Finanzmarktkrise.

17 Vgl. an dieser Stelle nur den Vorschlag für ein Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG (hierzu o. V., Formulierungshilfe), sowie die diesbezügliche Pressemitteilung der Kodexkommission (siehe Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Pressemitteilung).

18 Vgl. Lutter, Organhaftung; v. Werder, Managementverantwortung.

19 Vgl. zu ähnlichen Unternehmensdefinitionen z. B. Alchian/Demsetz, Production, S. 793; Jones, Stakeholder, S. 407; Monks/Minow, Governance, S. 8 f.

20 Siehe speziell zur vertragstheoretischen Interpretation des Unternehmens, die in der frühen Anreiz-Beitrags- bzw. Koalitionstheorie des Unternehmens (Barnard, Functions; Cyert/March, Theory) ihren Vorläufer hat, Jensen/Meckling, Theory, S. 310, sowie zur Differenzierung zwischen expliziten und impliziten Verträgen Fama/Jensen, Separation, S. 302 f.; Cornell/Shapiro, Stakeholders, S. 6 ff.; Jensen, Revolution, S. 849; Zingales, Search, S. 1633.

können²¹. Die gegenseitigen Rechte und Pflichten der Vertragsparteien können daher stets nur (mehr oder weniger) lückenhaft vertraglich vereinbart werden. Ein typisches Beispiel bildet der (implizite) Vertrag der Aktionäre mit dem Unternehmen, Eigenkapital gegen eine angemessene Rendite zur Verfügung zu stellen. Schon aufgrund der Unsicherheit der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens lässt sich die tatsächliche Höhe der erzielbaren Rendite nicht ex ante fixieren.

Welche Arten von Governanceproblemen als Folge unvollständiger Verträge konkret zu bewältigen sind bzw. in Überlegungen zur CG betrachtet werden, hängt grundlegend vom Kreis der in die Analyse einbezogenen Bezugsgruppen sowie den ihnen unterstellten Verhaltensweisen ab. Dabei stehen sich in Hinblick auf die Abgrenzung der governancerelevanten Gruppen mit dem Shareholder-Konzept und dem Stakeholder-Konzept zwei prominente Positionen gegenüber.

2. Bezugsgruppen des Unternehmens

a) Shareholder-Ansatz

Der klassische (Shareholder-)Ansatz zur CG thematisiert ausschließlich das Verhältnis zwischen Aktionären und Top Management, das als Principal-Agent-Beziehung modelliert wird²². Hiernach beauftragen die Anteilseigner (als Prinzipale) das Management (als ihre Agenten) mit der Leitung des Unternehmens. Dabei gelten für die beiden Bezugsgruppen strikte Verhaltensprämissen. Während die Aktionäre annahmegemäß nach Maximierung ihrer Kapitalrendite streben und risikoneutral sind, verhält sich das Management risikoavers und streng opportunistisch²³. Aufgrund seiner weitreichenden Verfügungsrechte und Informationsvorsprünge hat das Management ohne weitere Governancevorkehrungen (in Form von Kontroll- und Anreizsystemen) gute Chancen, seine Eigeninteressen zu verfolgen und so das Unternehmensvermögen zum Nachteil der Aktionäre zu verschwenden.

Der klassische Principal-Agent-Ansatz hat über lange Zeit die wissenschaftliche Governancediskussion mit zunehmenden Ausstrahlungseffekten in die Praxis²⁴ beherrscht. Er sieht sich jedoch in den letzten Jahren zu Recht einer wachsenden Grundsatzkritik ausgesetzt, die vor allem an zwei Eckpfeilern des Konzepts ansetzt. Zum einen wird bemängelt, dass die Prämisse streng opportunistischer Verhaltensweisen (namentlich des Managements) so nicht realitätsgerecht und überdies dysfunktional ist, da sie Opportunismus durch

21 Vgl. *Hart/Holmström*, Contracts, S. 128 ff.; *Hart*, Contracts, S. 123; *Hart/Moore*, Contracts, S. 755.

22 Vgl. zum Shareholder (Value)-Ansatz allgemein *Bischoff*, Shareholder; *Bühner*, Report; *Rappaport*, Shareholder; *Copeland et al.*, Valuation; und zur Principal-Agent-Theorie allgemein *Ross*, Theory; *Jensen/Meckling*, Theory; *Fama*, Agency, sowie zur Relevanz dieser Ansätze für die Corporate Governance auch *Deakin/Hughes*, Governance, S. 4; *Mayer*, Systems, S. 145; *O'Sullivan*, Enterprise, S. 395; *Roe*, Preconditions, S. 545.

23 Siehe zum Ganzen *Jensen/Meckling*, Theory; *Fama*, Agency.

24 Ein markantes Beispiel bildet die zwischenzeitlich rasante Verbreitung von Stock Option-Programmen für das Management, die nicht zuletzt auch in dem agency-inspirierten Gedanken ihre Ursache hatte, die Eigeninteressen von Aktionären und Top Managern zu harmonisieren. Siehe hierzu *Oviatt*, Agency, S. 220; *Arnold/Gillenkirch*, Incentives; *Sanders/Hambrick*, Swinging, sowie *Evers* (in diesem Handbuch), S. 356 ff.

die hierauf ausgerichteten Kontroll- und Anreizsysteme überhaupt auch erst generieren kann und dann als self-fulfilling prophecy wirkt²⁵. Die zweite Kritik richtet sich gegen die Verkürzung der CG-Thematik auf das bilaterale Anteilseigner-Management-Verhältnis, welche die Governanceprobleme im Zusammenhang mit den übrigen Bezugsgruppen des Unternehmens ausklammert.

b) Stakeholder-Ansatz

Im Gegensatz zur engen Shareholder (Value)-Perspektive des klassischen Modells bezieht der Stakeholder-Ansatz neben den Interessen der Aktionäre (als Share- und Stakeholder zugleich) auch die Belange weiterer Bezugsgruppen wie Arbeitnehmer, Lieferanten, Gläubiger und Allgemeinheit explizit in Governanceüberlegungen mit ein²⁶. Das Kontrastprogramm der Stakeholder-Perspektive wirft die beiden prinzipiellen Fragen auf, wie die Berücksichtigung weiterer Interessengruppen zu begründen und wie der Kreis der relevanten Bezugsgruppen konkret abzugrenzen ist.

Abgesehen von der – so nicht haltbaren – These vom Gleichlauf der Interessen aller Bezugsgruppen auf lange Sicht²⁷ lautet das Standardargument für die klassische Fokussierung des Governanceproblems auf das Anteilseigner-Management-Verhältnis, dass allein die Aktionäre das Risiko unvollständiger Verträge tragen, da sich für ihre Ansprüche (Kurssteigerungen und Gewinnausschüttungen) aufgrund des unternehmerischen Risikos keine bindenden Vereinbarungen treffen lassen. Die anderen Stakeholder hingegen seien in ihren Belangen vertraglich²⁸ und gesetzlich²⁹ abgesichert. Folglich müsse durch Regeln für die CG lediglich sichergestellt werden, dass die Aktionäre nicht vom Management übervorteilt werden³⁰.

Das Argument der reinen Shareholder-Perspektive verkennt, dass die Aktionäre keineswegs als einzige Bezugsgruppe den Risiken unvollständiger Verträge ausgesetzt sind. Das (Eigenkapital-)Engagement der Anteilseigner ist zwar infolge der mangelnden betragsmäßigen Fixierung ihres Renditeanspruchs zweifelsohne dem Grunde nach in besonderem Maße riskant. In Hinblick auf die Risikohöhe ist aber bereits zu differenzieren, wenn man an die diesbezüglichen Unterschiede zwischen Groß- und Kleinanlegern denkt. Über die aktionärs-typischen Risiken darf aber insbesondere nicht übersehen werden, dass auch die anderen

25 Vgl. *Ghoshal/Moran*, Practice, S. 14; *Frey/Osterloh*, Sanktionen, S. 316; *Pfeffer*, Directions, S. 48; *Grundeis*, Effizienzbewertung, S. 95 ff.; *Osterloh*, Ökonomik, S. 8 ff., und speziell auch die als Gegenentwurf zur Agency-Theorie konzipierte Stewardship-Theorie (hierzu *Donaldson/Davis*, Stewardship; *Davis et al.*, Stewardship).

26 Vgl. *Freeman*, Management; *Blair*, Ownership, S. 3 ff.; *Donaldson/Preston*, Stakeholder; *Deakin/Hughes*, Governance, S. 5 f.; *Prahalad*, Governance, insb. S. 56; *Blair*, Corporations, S. 199 f.; *Mayer*, Systems, S. 146; *Weimer/Pape*, Taxonomy, S. 152; *O'Sullivan*, Enterprise, S. 402 ff.; *Charreaux/Desbrières*, Governance, S. 108 ff.; *Gamble/Kelly*, Shareholder, S. 112 ff.; *Vinten*, Shareholder, S. 44 f.; *Barnett*, Responsibility; *Schwalbach/Schwerk*, Citizenship; *Agle et al.*, Dialogue; *Fassin*, Stakeholder; *Monks/Minow*, Governance, S. 3 f.

27 Siehe hierzu sogleich im Text zu Fn. 58 und 59 m.z.N.

28 Zu denken ist beispielsweise an Arbeits-, Liefer- und Kreditverträge.

29 Beispiele bilden die Vorschriften zum Kündigungs-, Gläubiger- und Verbraucherschutz.

30 Siehe zu diesem Argument *O'Sullivan*, Enterprise, S. 395; *Zingales*, Search, S. 1631; *Schmidt*, Kontinuität, S. 66.

Stakeholder Gefahr laufen können, Beiträge zur Wertschöpfung im Unternehmen zu leisten, die sich für sie persönlich nicht (im erwarteten Ausmaß) auszahlen (»hold up«)³¹. Zu denken ist beispielsweise an Lieferanten, die nach Ausbau der informationstechnologischen und produktionslogistischen Vernetzung mit ihrem Großabnehmer von dessen Management mehr oder weniger nachdrücklich zu Preiszugeständnissen »eingeladen« werden. Umgekehrt haben neben dem Management durchaus auch andere Bezugsgruppen Möglichkeiten, von Unvollständigkeiten ihrer Verträge zu profitieren. Ein Beispiel bilden Fremdkapitalgeber, die eingeräumte Kreditlinien »zur Unzeit« zurückfahren und damit das Unternehmen überhaupt erst in ernsthafte Schwierigkeiten bringen. Schon mit Blick auf diese Beispiele lässt sich folglich festhalten, dass ein Governancekonzept fraglos zu kurz greift, welches das Problem der Opportunismusrisiken (und Opportunismuschancen) aus unvollständigen Verträgen per se auf die Aktionäre bzw. das Management begrenzt. Damit stellt sich die oben aufgeworfene zweite Frage nach dem Kreis der governancerelevanten Bezugsgruppen.

Der Begriff der Bezugsgruppen bzw. Stakeholder wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet, so dass auch unterschiedliche Auffassungen darüber herrschen, welche Stakeholdergruppen (neben Aktionären und Management) zu berücksichtigen sind³². Nach den zuvor dargelegten unternehmenstheoretischen Zusammenhängen sind zu den Stakeholdern alle (Gruppen von) natürlichen Personen und Institutionen zu zählen, die auf der Grundlage unvollständiger Verträge Transaktionen mit dem Unternehmen durchführen und aus diesem Grund ein (in weiterem Sinne) ökonomisches Interesse am Unternehmensgeschehen haben. Dabei zielt das Interesse der Stakeholder generell darauf ab, für ihre geleisteten Beiträge zur Wertschöpfung eine adäquate Gegenleistung zu erhalten³³. Nach diesem Verständnis sind im Grunde alle Akteure zu den Stakeholdern zu rechnen, die in wirtschaftlich deutbaren und nicht vollkommen vertraglich oder gesetzlich determinierten Austauschbeziehungen zum Unternehmen stehen. Zu denken ist namentlich an die Anteilseigner (Eigenkapital gegen Rendite), die Fremdkapitalgeber (Kredite gegen Zinsen), die Arbeitnehmer (Arbeitsleistungen gegen Entlohnung), das Management selbst (Leitung gegen Vergütung), die Lieferanten (Zulieferungen gegen Bezahlung), die Allgemeinheit in Form des Staates (Infrastrukturen gegen Steuern) sowie die Kunden (Bezahlung gegen Produkte). Dabei nehmen die Kunden insofern eine Sonderrolle ein, als sie neben Inputfaktoren (Finanzmittel qua Bezahlung) durch die Produktabnahme zu einem bestimmten Preis auch die Bewertung der Wertschöpfung liefern. Ohne solche Kaufakte schaffen die Beiträge der übrigen Stakeholder zum Wertschöpfungsprozess streng genommen keine marktgängigen Werte³⁴.

31 Siehe näher zum Problem der »hold-up-Situation« *Goldberg*, Exchange, S. 339 ff.; *Grossman/Hart*, Costs; *Alchian/Woodward*, Reflections, S. 113 ff.

32 Vgl. *Donaldson/Preston*, Stakeholder, S. 66; *Cohen*, Stakeholders, S. 3 ff.; *Mitchell et al.*, Theory, S. 853; *Rowley*, Moving, S. 889.

33 Vgl. auch *Hill/Jones*, Theory, S. 133; *Clarkson*, Stakeholder, S. 105 ff.; *Mitchell et al.*, Theory, S. 857 ff.

34 In diesem Sinne ist der Kunde also tatsächlich König (des Wertschöpfungsprozesses).

3. Opportunismusoptionen und Opportunismusverhalten

a) Grundlagen

Jede wirtschaftliche Aktivität zielt naturgemäß darauf ab, den Nutzen von Akteuren zu mehren. Vor dem Hintergrund der zuvor dargelegten Opportunismusprobleme der CG ist daher eine Grenzziehung erforderlich, die faire Transaktionen von opportunistischen Verhaltensweisen trennt. Faire Transaktionen markieren im Idealfall pareto-optimale Win-win-Situationen, in denen auf funktionierenden Märkten die Interessen der Beteiligten nach Maßgabe ihrer jeweiligen marktüblichen Erwartungen erfüllt werden und zusätzliche Nutzenmehrungen eines Transaktionspartners nur zu Lasten anderer Partner realisiert werden können³⁵. Faire Transaktionen beruhen somit auf einer freiwilligen, ohne Druck zustande gekommenen Einigung der Transaktionspartner und werden von den Akteuren auch ex post als erwartungsgemäß nutzenstiftend eingestuft. Opportunistische Verhaltensweisen liegen dementsprechend dann vor, wenn Transaktionspartner – unter Ausnutzung unvollständiger Verträge und damit letztlich aufgrund von Unvollkommenheiten des Marktes – mit Blick auf den eigenen Vorteil die (marktüblichen) Erwartungen ihrer Transaktionspartner enttäuschen³⁶. Je nach der Schwere der Erwartungsenttäuschungen hätten die betroffenen Akteure der Transaktionen gar nicht erst oder zumindest nicht zu den vereinbarten Konditionen zugestimmt, wenn sie das spätere unfaire Verhalten ihres Partners bereits ex ante gekannt hätten.

Faire und opportunistische Transaktionen decken somit streng genommen ein Kontinuum ab, da Transaktionsergebnisse den Erwartungen der Beteiligten mehr oder weniger weitgehend entsprechen bzw. widersprechen können. Der Grad der Fairness bzw. des Opportunismus hängt somit von den berechtigten Erwartungen der Transaktionspartner ab, die ihrerseits maßgeblich von den individuellen Präferenzen der Akteure und den allgemein akzeptierten Marktusancen geprägt werden. Dabei kann unter Umständen zwischen verschiedenen Transaktionsarenen bzw. Marktsegmenten³⁷ zu differenzieren sein. So darf es generell als marktüblich gelten, dass auch preissensible Käufer ein angemessenes Gewinnstreben des Verkäufers akzeptieren. Das Maß des noch als angemessen angesehenen Gewinns mag aber zwischen verschiedenen Branchen differieren und etwa im Gesundheitswesen niedriger liegen als im Finanzsektor.

Opportunismusrisiken marktlicher Akteure beruhen darauf, dass Transaktionspartner die ihnen offen stehenden Opportunismuschancen ausnutzen oder zumindest ausnutzen können. Im Corporate Governance-Kontext stehen damit den Opportunismusrisiken bestimmter Stakeholder jeweils die Opportunismuschancen anderer Stakeholder gegenüber. Verschiedene Stakeholder können in diesem Sinne *opportunismusinterdependent* sein, wobei bilaterale und multilaterale Interdependenzen betrachtet werden können³⁸. Bilaterale Interdependenzen betreffen jeweils zwei Stakeholder(gruppen) und liegen beispielsweise vor, wenn ein »Dienst nach Vorschrift« von Arbeitnehmern aufgrund vorübergehender Zusatzkosten für Ersatzkräfte zwar die Rendite verschlechtert, für Gläubiger oder Kunden aber

35 Vgl. für interorganisationale Austauschbeziehungen auch *Ring/Van de Ven, Processes*, S. 93 f., sowie speziell zur Pareto-Optimalität *Pareto, Manual*, S. 251 ff.

36 Vgl. auch *John, Investigation*, S. 279.

37 Vgl. in diesem Zusammenhang auch den juristischen Begriff der »Verkehrskreise«, der z. B. im Wirtschafts- und Verbraucherrecht Verwendung findet; siehe hierzu *Baumbach/Hefermehl, Wettbewerbsrecht*, § 3, Rn. 31 ff.

38 Vgl. hierzu näher v. *Werder, Stakeholderbalance*, S. 293 f.

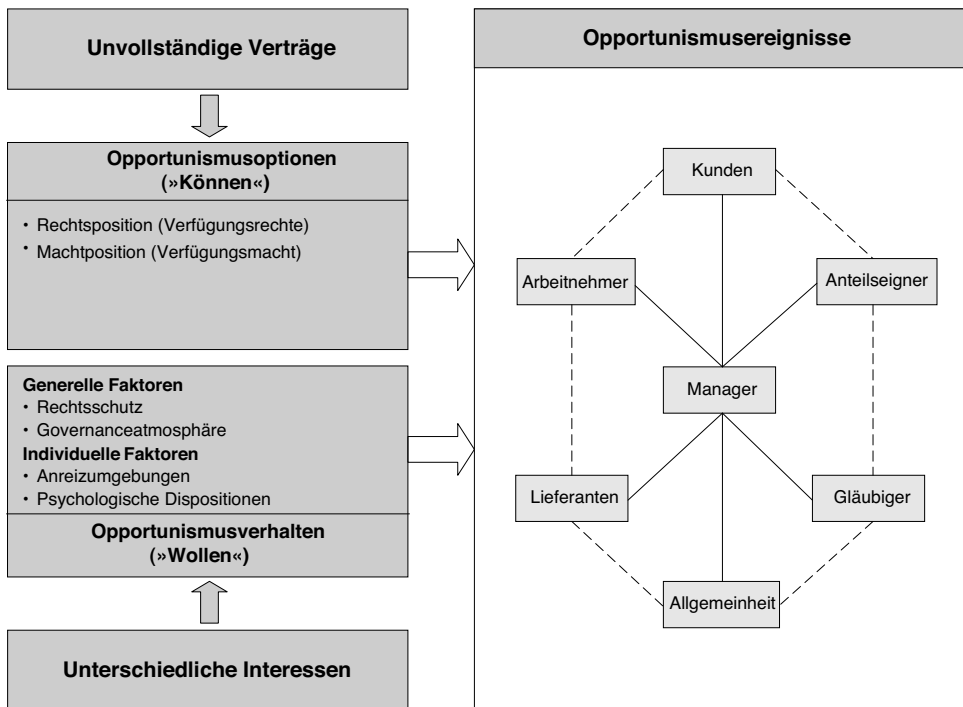


Abb. 1: Determinanten von Opportunismusrisiken

kaum spürbare Auswirkungen hat. Multilaterale Opportunismusinterdependenzen erfassen dagegen mehr als zwei Stakeholder(gruppen) und können im Beispiel etwa dann eintreten, wenn aufgrund eines spontanen Warnstreiks auch die Kunden von den Arbeitskämpfmaßnahmen betroffen werden.

Opportunismusinterdependenzen können prinzipiell alle oben genannten Stakeholdergruppen berühren. Dabei lassen sich gruppeninterne und gruppenübergreifende Interdependenzen unterscheiden, die mit Hilfe einer Opportunismusmatrix systematisch erfasst werden können³⁹. Gruppeninterne Opportunismusinterdependenzen der Anteilseigner beispielsweise können etwa aus Interessengegensätzen zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären oder zwischen passiven und aktivistischen Investoren resultieren, solche der Arbeitnehmer z.B. zwischen Gewerkschaftsmitgliedern und nicht organisierten Mitarbeitern existieren. Gruppenübergreifende Interdependenzen dagegen decken die große Palette möglicher Konfliktlagen ab, die zwischen den diversen Bezugsgruppen gegeben sein können und oben bei der Erörterung des Stakeholder-Ansatzes bereits exemplarisch veranschaulicht worden sind.

Risiken aus Opportunismusinterdependenzen verwirklichen sich nur dann, wenn bestimmte Akteure ihre vorhandenen Optionen zu opportunistischem Verhalten auch tatsächlich wahrnehmen. Die Höhe des Opportunismusrisikos hängt damit zum einen vom Umfang offen stehender Optionen opportunistischen Handelns und zum anderen vom tatsächlichen Verhalten der betreffenden Optionsinhaber ab (siehe Abbildung 1). Die wesent-

39 Siehe eingehend v. Werder, Stakeholderbalance, S. 294 ff.

lichen Einflussgrößen dieser beiden Risikodeterminanten werden im Folgenden näher skizziert.

b) Einflussgrößen der Opportunismusoptionen

Das Ausmaß der Opportunismusoptionen eines Transaktionspartners bzw. Stakeholders lässt sich im Kern auf die Ausprägung seiner rechtlichen und faktischen Einflussposition im Rahmen der Transaktionsbeziehung zurückführen. Die Rechtsposition bestimmt sich nach seinen gesetzlich normierten und vertraglich vereinbarten Befugnissen und Pflichten. Diese sog. Verfügungsrechte⁴⁰ können die Transaktionsbedingungen mehr oder weniger weitreichend bzw. lückenhaft, aber im Prinzip nicht vollständig regeln.

Die faktische Machtposition füllt den rechtlich vorgegebenen Einflussrahmen aus und kann sich aus den unterschiedlichsten Machtquellen⁴¹ speisen. Zu den besonders prominenten Beispielen machverleihender Faktoren zählen im CG-Zusammenhang die Stärke von Informationsasymmetrien zwischen den Transaktionspartnern einerseits und der Grad der Unternehmensspezifität von Wertschöpfungsbeiträgen der Stakeholder andererseits. Informationsasymmetrien liegen vor, wenn eine Partei transaktionsrelevante Informationen besitzt oder im Laufe der Transaktionsbeziehung erwirbt, welche die andere Partei entweder gar nicht oder aber nur zu unverhältnismäßig hohen Informationskosten erhalten kann⁴². So verfügt das Management in aller Regel über mehr Informationen zum Unternehmensgeschehen einschließlich seiner eigenen Wertschöpfungsbeiträge als die Aktieninhaber und kann dieses Wissen zu seinen Gunsten ausnutzen. Die Spezifität von Stakeholderbeiträgen zur Wertschöpfung des Unternehmens bringt zum Ausdruck, inwieweit diese Beiträge nur innerhalb des betreffenden Unternehmens produktiv sind oder auch außerhalb dieses Unternehmens Mehrwert schaffen können⁴³. Je spezifischer die Beiträge auf ein bestimmtes Unternehmen zugeschnitten sind, desto wertloser sind sie tendenziell für andere Unternehmen. So können z. B. Lieferanten, die ihre gesamte Logistikkette im Rahmen einer just in time-Produktion auf die Bedürfnisse eines speziellen Abnehmers ausgerichtet haben, die getätigten Investitionen in die Vernetzung zumeist nicht ohne hohe Umstellungskosten für die Belieferung anderer Unternehmen nutzen. Gleiches gilt für Arbeitnehmer, die in Schulungs- und Sozialisationsprozessen unternehmensspezifische Kenntnisse wie auch unternehmenskulturelle Prägungen erworben haben, die bei einem Wechsel in andere Unternehmen weitgehend entwertet werden und unter Umständen sogar kontraproduktiv sein können.

Die jeweiligen Rechts- und Machtpositionen der Stakeholder sind nicht statischer Natur, sondern können sich im Zeitablauf durchaus ändern. Mit diesen Änderungen verschieben sich dann tendenziell auch die relativen Gewichte der Opportunismusoptionen zwischen den Stakeholder(gruppen). Ein Beispiel bildet etwa die gesetzgeberische Stärkung der Aktionärsrechte im Zuge der bisherigen CG-Bewegung, welche die Rechtsposition der Eigentümer gegenüber dem Management des Unternehmens verbessern soll. Ferner sind beispiels-

40 Vgl. zu Begriff und Theorie der Verfügungsrechte (Property Rights-Theorie) *Coase*, Firm; *Demsetz*, Theory; *Furubotn/Pejovich*, Property.

41 Siehe allgemein zum Begriff der Macht *Sandner/Meyer*, Macht, Sp. 757 f., und zu konkreten Quellen von Macht *French/Raven*, social power, S. 155 ff.; *Crozier/Friedberg*, Zwänge, S. 49 ff.

42 Siehe *Ross*, Theory, S. 134 ff.; *Arrow*, Economics, S. 37 ff.

43 Siehe *Williamson*, Institutions, S. 54; *Franck*, Verantwortung, S. 222; *Picot et al.*, Unternehmung, S. 50 ff.