

# **Die Genesis von Corporate Governance**

Axel Sell

**Berichte aus dem Weltwirtschaftlichen Colloquium  
der Universität Bremen**

**Nr. 94**

Hrsg. von  
Andreas Knorr, Alfons Lemper, Axel Sell, Karl Wohlmuth

# **Die Genesis von Corporate Governance**

Axel Sell

Andreas Knorr, Alfons Lemper, Axel Sell, Karl Wohlmuth  
(Hrsg.):

Berichte aus dem Weltwirtschaftlichen Colloquium  
der Universität Bremen, Nr. 94, Dezember 2004,  
ISSN 0948-3829

**Bezug: IWIM - Institut für Weltwirtschaft  
und Internationales Management  
Universität Bremen  
Fachbereich Wirtschaftswissenschaft  
Postfach 33 04 40  
D- 28334 Bremen  
Telefon: 04 21 / 2 18 - 34 29  
Telefax: 04 21 / 2 18 - 45 50  
E-mail: [iwim@uni-bremen.de](mailto:iwim@uni-bremen.de)  
Homepage: <http://www.iwim.uni-bremen.de>**



# Inhalt

1	Unternehmen aus volks- und betriebswirtschaftlicher sowie aus sozialwissenschaftlicher Sicht .....	1
2	Corporate Governance - Gesetzliche Grundlagen und freiwillige Verhaltensregeln.....	2
3	Inhalte der OECD Corporate Governance Grundsätze .....	3
4	Adressaten der Corporate Governance Grundsätze .....	5
5	Externe und interne Interessengruppen der Unternehmen .....	6
6	Interessenlage und Entscheidungen.....	7
7	Niederschlag von Corporate Governance im Produktionskonto.....	8
8	Mutation zum Institutional-Investor-Modell: Die Rolle der Eigentümer in der Unternehmensführung.....	14
9	Grundstrukturen der Corporate Governance in Deutschland.....	16
10	Schlußfolgerungen.....	17
	References .....	18

Vortrag gehalten auf der Konferenz „Corporate Governance als Erfolgsfaktor im internationalen Wettbewerb“, Moskau 14.-15. September 2004

Prof. Dr. Axel Sell

## **Die Genesis von Corporate Governance**

- Corporate Governance/Corporate Regulation – Institutional Investors –  
Institutional-Investor-Modell -

### **1 Unternehmen aus volks- und betriebswirtschaftlicher sowie aus sozialwissenschaftlicher Sicht**

Unternehmen (Corporations) können aus einem unterschiedlichen Blickwinkel heraus betrachtet werden. Sie sind

1. Ort der Kombination von Produktionsfaktoren, wodurch die Eigentümer bestimmte Ziele realisieren wollen. Unter diesem Aspekt sind Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre die Entscheidungen in allen Funktionsbereichen des Betriebes, die bei gegebenen Zielsetzungen zu optimalen Ergebnissen führen;
2. Sozialgebilde, in denen Menschen leben und arbeiten, die ihre Sinnerfüllung finden. Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre sind unter diesem Aspekt die Regeln des menschlichen Zusammenlebens, Fragen der Organisation, der hierarchischen Schichtung und Entscheidungsfindung in Betrieben usw.;
3. Institutionen, die der Bedarfsdeckung der Allgemeinheit dienen. Gegenstand der Betrachtung sind aus dieser Sichtweise u. a. die optimale Mischung von Betrieben in einer Region, die Bereitstellung von Arbeitsplätzen, die gesamtwirtschaftliche Effizienz und der Beitrag zu Wohlstand und Wachstum. Unter transaktionskostentheoretischen Aspekten werden auch Begründungen für die Bildung und Existenz von Institutionen, und damit auch von Unternehmen thematisiert, und es kann nach der optimalen Unternehmensgröße gefragt werden.

Traditionell dominiert in der Betriebswirtschaftslehre die erste Betrachtungsweise bei der Auswahl der zu behandelnden Gegenstände. Der zweite Gesichtspunkt spielt in der Organisationstheorie (in Zusammenarbeit mit Soziologen u. Psychologen) eine bedeutende Rolle. Fragen der Organisation können aber auch funktional unter dem Gesichtspunkt der optimalen Organisationsstruktur gesehen werden. Die dritte Betrachtungsweise ist weniger eine betriebswirtschaft-

liche als eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung. Hier befassen sich Ökonomen mit den gesellschaftlichen Rahmenbedingungen und der Gestaltung des Ordnungsrahmens für unternehmerisches Handeln nach außen (Verhältnis zum Staat, zu Kunden, Lieferanten und anderen Interessengruppen) und nach innen (Unternehmensführung, Kompetenzen von Vorstand, Aufsichtsrat, Beschäftigten und Verhaltensregeln für einzelne Organe).

Diese dritte Sichtweise ist Ausgangspunkt für die OECD-Grundsätze der Corporate Governance. Man glaubt aus der Historie und den unterschiedlichen Erfahrungen in den einzelnen Ländern und Gesellschaftssystemen genügend Erkenntnisse gewonnen zu haben, um allgemeine Grundsätze für die Kontrolle und Lenkung von Unternehmen abzuleiten, bei deren Einhaltung eine optimale gesamtwirtschaftliche Entwicklung erreicht wird. Dabei wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sich weltweit inzwischen große Kapitalgesellschaften gebildet haben, bei denen die Identität von Eigentümern und Unternehmensleitung nicht mehr gegeben ist, so dass klare Regelungen für das Zusammenspiel von Management und Eigentümern erforderlich werden. Implizit stellt dieser Typ von Unternehmen das Unternehmensbild dar, für das die Grundsätze der Corporate Governance entwickelt wurden.

## **2 Corporate Governance - Gesetzliche Grundlagen und freiwillige Verhaltensregeln**

Corporate Governance beschreibt, wie Unternehmen in der Gesellschaft organisiert und geführt werden und stellt dabei die Rolle und die Aufgabenverteilung der Unternehmensbeteiligten dar. Diese sind, neben den Eigentümern und dem Management, die Kreditgeber, die Mitarbeiter, die Wirtschaftsprüfung und Aufsichtsgremien sowie die von Unternehmensentscheidungen betroffene weitere Öffentlichkeit. Unternehmen werden auf der Basis der gesetzlichen Grundlagen eines Gemeinwesens geführt (z.B. Aktiengesetz, Steuergesetze, Umweltschutzbestimmungen etc.). Diese sind damit Teil einer Corporate Governance. Das schließt nicht aus, dass Unternehmen sich zum Teil bewusst außerhalb dieser Regeln stellen, denn auch kriminelle Organisationen besitzen geschriebene und ungeschriebene Unternehmensverfassungen. Diese enthalten aber Elemente außerhalb des gesetzlichen Rahmens. Unternehmen können sich durch Selbstbindung auch strengerem als den gesetzlichen Regeln unterwerfen und im nicht gesetzlich geregelten Freiraum eigene Regeln entwerfen. Der Zusammenhang zwischen Corporate Governance, den gesetzlichen Grundlagen (Corporate Regula-

tion) und einem „Good Corporate Governance“ werden aus Abbildung 1 deutlich. Leitlinien, Prinzipien und Codes einer guten Corporate Governance können auch als Hilfestellung dafür aufgefasst werden, zu entscheiden, ob Abweichungen von den gesetzlichen Bestimmungen und Nutzung von Freiräumen gesellschaftlich erwünscht oder unerwünscht sind. Diese Frage ist oft nicht einfach zu beantworten. So kommen einige Beobachter beim Deutschen Corporate Governance Code sogar zu dem Urteil, dass dieser unter den gesetzlichen Standards bleibe<sup>1</sup>. Codes können also auch instrumentalisiert werden, um gesetzliche Bestimmungen in Frage zu stellen und um Interessenpolitik zu betreiben.

Abb. 1: Der Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Corporate Regulation



Quelle: Eigene Abbildung.

### 3 Inhalte der OECD Corporate Governance Grundsätze

Die 1999 vom OECD-Rat gebilligten Grundsätze thematisieren die Aktionärsrechte, die Gleichbehandlung der Aktionäre, die Rolle der verschiedenen Beteiligten (Stakeholders), Offenlegung und Transparenz sowie die Pflichten des Aufsichtsrates (OECD, 1999). Das Forum für Finanzmarktstabilität hat die Grundsätze in den Katalog der zwölf Kernstandards für solide Finanzsysteme aufgenommen und die Grundsätze werden vom Internationalen Währungsfonds und der Weltbank in ihren Länderanalysen verwendet, bei der die Einhaltung von Standards und Kodizes geprüft wird.

<sup>1</sup> Vgl. Bernhardt, Wolfgang, Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)? Der Betrieb Heft 36 vom 6.9.2002, S. 1841-1846.

Die Grundsätze von 1999 wurden durch den OECD-Lenkungsausschuss ‚Corporate Governance‘ nach einem Auftrag der Minister der OECD-Länder aus dem Jahr 2002 überarbeitet, um neueren Erkenntnissen Rechnung zu tragen. Die Verabschiedung erfolgte 2004. Neben Teilnehmern aus allen OECD-Ländern gehörten dem Lenkungsausschuss auch regelmäßig Beobachter der Weltbank, des Internationalen Währungsfonds und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich an. Als ad hoc Beobachter bei der Überarbeitung der Grundsätze waren das Forum für Finanzmarktstabilität (FSF), der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) geladen. Diese hochrangige Beteiligung garantiert, dass nationale Kodizes auf der Grundlage der OECD-Prinzipien weltweit propagiert und gefördert werden<sup>2</sup>.

Die Grundsätze der OECD sind in sechs Kapiteln dargestellt<sup>3</sup>:

### *I. Sicherung der Grundlagen eines effektiven Corporate-Governance-Rahmens*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte transparente und leistungsfähige Märkte fördern, mit dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit im Einklang stehen und eine klare Trennung der Verantwortlichkeiten von verschiedenen Aufsichts-, Regulierungs- und Vollzugsinstanzen gewährleisten.

### *II. Aktionärsrechte und Schlüsselfunktionen der Kapitaleigner*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Aktionärsrechte schützen und deren Ausübung erleichtern.

### *III. Gleichbehandlung der Aktionäre*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Gleichbehandlung aller Aktionäre, einschließlich der Minderheits- und der ausländischen Aktionäre, sicherstellen. Alle Aktionäre sollten bei Verletzung ihrer Rechte Anspruch auf effektive Rechtsmittel haben.

---

<sup>2</sup> OECD, OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004, OECD 2004; für Rußland vgl. OECD, White Paper on Corporate Governance in Russia, OECD 2002, OECD/World Bank, Corporate Governance Round Table for Russia. Shareholders Rights and Equitable Treatment, Moscow, 24-25 Febr. 2000, OECD Principles of Corporate Governance in Russia: Their Relevance to the Russian Federation. Paper by Mr. Stilpon Nestor (Head of Corporate Affairs Division) and Ms Fianna Jesover (Project Manager, Corporate Affairs Division, OECD).

<sup>3</sup> OECD, OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004, OECD 2004.



#### *IV. Rolle der verschiedenen Unternehmensbeteiligten (Stakeholders) bei der Corporate Governance*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die gesetzlich verankerten oder einvernehmlich festgelegten Rechte der Unternehmensbeteiligten anerkennen und eine aktive Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Stakeholdern mit dem Ziel der Schaffung von Wohlstand und Arbeitsplätzen sowie der Erhaltung finanziell gesunder Unternehmen fördern. Damit sind auch die im deutschen Recht verankerte Mitbestimmung von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat und die stärkere Stellung im Vergleich zum angelsächsischen Recht abgedeckt.

#### *V. Offenlegung und Transparenz*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte gewährleisten, dass alle wesentlichen Angelegenheiten, die das Unternehmen betreffen, namentlich Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage, Eigentumsverhältnisse und Strukturen der Unternehmensführung, zeitnah und präzise offen gelegt werden.

#### *VI. Pflichten des Aufsichtsorgans (Board)*

Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die strategische Ausrichtung des Unternehmens, die effektive Überwachung der Geschäftsführung durch den Board und die Rechenschaftspflicht des Board gegenüber dem Unternehmen und seinen Aktionären gewährleisten. Neben der richtungsweisenden Funktion im Bereich der Unternehmensstrategien ist die Hauptaufgabe die Überwachung der Ergebnisse der Geschäftsleitung und die Gewährleistung angemessener Erträge für die Aktionäre. Er soll gleichzeitig Interessenkonflikte verhindern und für den Ausgleich widersprüchlicher Interessen sorgen. Sowohl das einstufige Board nach angelsächsischem System als auch das zweistufige System mit der Trennung des Board in Aufsichtsrat und Vorstand ist mit den Grundsätzen vereinbar.

## **4 Adressaten der Corporate Governance Grundsätze**

Die Grundsätze richten sich an politische Entscheidungsträger, die für den rechtlichen Rahmen zur Gestaltung dieser Prinzipien sorgen. Es geht damit um die Ausgestaltung von Gesetzen für Aktiengesellschaften und andere Unternehmensformen. Regierungen müssen darüber hinaus aber auch den Rahmen für die Durchsetzung der Rechte schaffen, die sich aus den Gesetzen für die einzelnen

Stakeholder ergeben. Das erfordert zum Teil weitgehende Reformen im Justizwesen. Die Grundsätze richten sich aber auch an Entscheidungsträger in den Unternehmen, die ein Interesse an der Durchsetzung eines „Good Corporate Governance“ haben müssten, da sie dadurch einen besseren Zugang zu nationalen und internationalen Kapitalmärkten erhalten. Schließlich sind auch Kapitalgeber angesprochen. Investoren, insbesondere Kapitalanlagegesellschaften und Pensionsfonds, sollten als Kapitalgeber darauf drängen, dass die entsprechenden Prinzipien umgesetzt werden. Dadurch erhöht sich der Wert und die Sicherheit ihrer Kapitalanlage.

Die OECD hält die Grundsätze für ein entwicklungsfähiges Instrument, das nicht-rechtsverbindliche Standards, empfehlenswerte Praktiken und Orientierungshilfen für die Umsetzung gibt, die an die jeweiligen regionalen Besonderheiten angepasst werden können.<sup>4</sup> Wenn Länder sich in internationale Kapitalmärkte einklinken wollen, dann werden sie allerdings keine Besonderheiten pflegen können, die von internationalen Usancen wesentlich abweichen. Dieses würde sich in einem schlechteren Rating für den Standort und die dort angesiedelten Unternehmen auswirken. Eine transparente und damit Vertrauen schaffende Unternehmensführung ist ohnehin die Voraussetzung dafür, dass Kapital gebildet und ausländisches Kapital angezogen werden kann. Sie ist damit auch Voraussetzung für eine gute Entwicklung der Wirtschaft und der Gesellschaft insgesamt.

## **5 Externe und interne Interessengruppen der Unternehmen**

Unternehmen werden von Eigentümern mit Vermögensgegenständen ausgestattet, um wirtschaftlichen Aktivitäten wie der Produktion von Gütern und Dienstleistungen nachzugehen. Im Zusammenspiel mit anderen Produktionsfaktoren, wie z. B. der Arbeitskraft, werden Güter und Dienste produziert und die Versorgung der Bevölkerung mit Gebrauchs-, Verbrauchs- und Investitionsgütern sichergestellt. Aus einer anderen Sichtweise werden damit gleichzeitig, Löhne, Mieten, Pachten, Zinsen und Gewinne erwirtschaftet, und aus diesen Einkommen werden auch Steuern gezahlt. Die Unternehmen beschäftigen durch ihre Aktivitäten Lieferanten und stellen für andere Unternehmen wichtige Vorleistungen zur Verfügung. Die Nichtnutzung von Vermögensgegenständen, ein inef-

---

<sup>4</sup> Vgl. Donald J. Johnston, Generalsekretär, im Vorwort, S. 4, OECD, OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004, OECD 2004.

fizienter Einsatz oder die Vernichtung von Vermögenswerten schädigt daher nicht nur die Eigentümer, sondern auch das Gemeinwesen.

Das Gemeinwesen hat daher ein großes Interesse daran, dass Unternehmen effizient geführt werden, denn eine schlechte Unternehmensführung führt nicht nur zu Verlusten und einer Aufzehrung des Eigenkapitals (ein Schaden für die Eigentümer), sondern kann die Versorgungssicherheit der Bevölkerung gefährden, führt zu einem Wegfall von Steuereinnahmen, Löhnen und Gehältern. Kreditgeber, Lieferanten, Kunden und andere „Stakeholders“, wie man die direkt und indirekt Betroffenen auch nennt, sind ebenfalls betroffen.<sup>5</sup>

## **6 Interessenlage und Entscheidungen**

Geführt wird ein Unternehmen durch Entscheidungen. Um welche Entscheidungen geht es? Primär geht es um Entscheidungen der strategischen Unternehmensführung. Wird überhaupt investiert, auf welchen Geschäftsfeldern wird investiert, was passiert mit den Gewinnen der Unternehmung, werden sie investiert oder ausgeschüttet, werden gar keine Gewinne ausgewiesen, weil überhöhte Löhne und Gehälter an die Mitarbeiter und Manager gezahlt werden, entstehen keine Gewinne, weil ineffizient gearbeitet wird? Konkreter geht es auf der operativen Ebene darum, wer Entscheidungen über Forschungs- und Entwicklungsprogramme, über konkrete Investitionen in Sachanlagen, über das Produktionsprogramm, über Einstellungen und Entlassungen etc. zu treffen hat und ob er einer Kontrolle und einem Rechtfertigungszwang ausgesetzt ist. Aus den Ausführungen geht schon hervor, dass Unternehmen auch Einkommensquellen sind, die von den einzelnen Beteiligten genutzt werden, um ihren individuellen Nutzen zu mehren, und das in Konkurrenz zu den Interessen anderer Stakeholders.

Wir können uns leicht vorstellen, dass die Entscheidungen über die Gewinnverwendung, über Modernisierung von Arbeitsabläufen, über Arbeitszeiten und über die Höhe von Managergehältern und sonstigen Löhnen und Gehältern sehr unterschiedlich ausfallen werden, wenn sie von unterschiedlichen Stakeholders dominiert werden.

---

<sup>5</sup> Diese primäre gesellschaftliche Funktion von Unternehmen wird im Grundsatz IV. „Rolle der verschiedenen Unternehmensbeteiligten (Stakeholders) bei der Corporate Governance“ angesprochen. Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die gesetzlich verankerten oder einvernehmlich festgelegten Rechte der Unternehmensbeteiligten anerkennen und eine aktive Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Stakeholdern mit dem Ziel der Schaffung von Wohlstand und Arbeitsplätzen sowie der Erhaltung finanziell gesunder Unternehmen fördern.

Man kann die Motive von Menschen nicht auf das Finanzielle allein zurückführen, betrachten wir dennoch speziell diesen Aspekt. Arbeitnehmer haben ein Interesse an sicheren Arbeitsplätzen, hohen Löhnen, guten Arbeitsbedingungen für die im Betrieb Beschäftigten. Manager haben Interesse an hohen Manager- und Vorstandsgehältern - beides Ziele, die im Gegensatz zu dem Interesse der Aktionäre an hohen Gewinnen, einer hohen Wertsteigerung von Anteilen und hohen Ausschüttungen an sie selbst stehen können und oft stehen. Manager, die nicht streng kontrolliert wurden und keinen eigenen Ehrenkodex entwickelten, haben über Verträge und Scheinverträge mit eigenen Unternehmen Vermögen entwendet, Verwandte und Freunde trotz fehlender Qualifikation mit einflussreichen Stellen und Einkommen versorgt. Arbeitnehmer nutzen bei fehlender Außen- und Eigenkontrolle die Ressourcen des Unternehmens für eigene Zwecke und mindern damit den ausgewiesenen Gewinn. Aktionäre und Top-Manager können unter der Zielsetzung der Maximierung von Gewinnen und Erfolgsprämien ein Interesse an Standortverlagerungen und Betriebsschließungen haben, die bei der Belegschaft und dem lokalen Management auf wenig Verständnis stoßen. Selbst die externen Kontrolleure, die Betriebsprüfer, haben ein eigenes finanzielles Interesse. Sie leben von den Prüfungsaufträgen und wollen und müssen die Entscheidungsträger, die diese Aufgabe vergeben, zufrieden stellen. Damit sie ihre Aufgabe auch langfristig wahrnehmen dürfen, sind sie allerdings gehalten, nicht gegen geschriebene und ungeschriebene Gesetze und Standards der Wirtschaftsprüfung zu verstoßen. Andernfalls werden sie ihre Lizenz verlieren.

## **7      Niederschlag von Corporate Governance im Produktionskonto**

Die OECD Grundsätze betonen die Bedeutung der Aktionäre als Eigentümer in der Unternehmensführung. Die Gewinnorientierung der Aktionäre führt aus dieser Sicht zu einem effizienten Einsatz von Kapital, zur Auswahl eines effizienten Managements und zu einer effizienten Kontrolle. Die Bedeutung einer „Good Corporate Governance“ kann man am Produktionskonto eines Unternehmens deutlich machen, auf dem die beiden Seiten des Unternehmens, Produktion von Gütern und Diensten (Umsatz) einerseits und die Nutzung von Vorprodukten und die Schaffung von Einkommen andererseits, aufgezeigt werden.

Abb. 2: Das Produktionskonto einer Unternehmung

Umsatz	Gewinn (2%)
	Vorstandsgehälter Aufsichtsratsantenne
	Löhne, Gehälter
	Mieten Pachten Zinsen
	Vorprodukte inklusive Abschreibungen (60%)

Quelle: Eigene Abbildung.

Der Gewinn erscheint hier als die Spitze des Eisberges und wird für die Bereitstellung von Kapital, aber auch als Preis für die Kontrolle der Effizienz in der Unternehmensführung gezahlt. 2% Umsatzrendite ist etwa das, was in der deutschen Wirtschaft im Durchschnitt an Gewinnen realisiert wird. Die Gewinnmargen sind auch ein Ergebnis der Wettbewerbsintensität. Der relativ geringe Prozentsatz zeigt, wie schmal der Grad zwischen Gewinn und Verlust ist. Eine Ineffizienz beim Einsatz der Vorprodukte um 5% würde die Kosten um 3%-Punkte (gemessen am Umsatz:  $0,05 \times 0,60 = 0,03$ ) erhöhen und das Unternehmen ceteris paribus schon in den Verlustbereich bringen.

Die Positionen Löhne, Mieten, Pachten, Zinsen, Vorstandsgehälter, Aufsichtsratsantennen und Gewinne stellen die Wertschöpfung der Unternehmung dar und sind der Beitrag der Unternehmung zum Volkseinkommen. Aufgabe der staatlichen Wirtschaftspolitik ist es, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass die Unternehmen in ihrer Gesamtheit eine möglichst hohe Wertschöpfung erzielen können. Der Gewinn dient als Anreiz für eine effiziente Wirtschaftsführung und macht nur einen kleinen Teil der durch das Unternehmen entstehenden Wertschöpfung aus. Nur kurzfristig steht der Gewinn in Konkurrenz zu Löhnen, Gehältern einschließlich Vorstandsgehältern, etc. Das ist in der folgenden Sequenz aufgezeigt.

1) Bei der Dominanz von Vorstand und Arbeitnehmern mag folgende Aufteilung der Wertschöpfung zustande kommen: Die Gewinne werden als Aufwendungen für Löhne, Gehälter etc. verwendet oder gehen durch Ineffizienzen verloren. Die Unternehmung koppelt sich damit von Kapitalmärkten ab, da sich unter diesen Bedingungen keine Kapitalgeber für Kapitalerhöhungen finden werden. Kurzfristig ist eine solche Politik allerdings möglich.

Abb. 3: Das Produktionskonto einer Unternehmung (Dominanz von Vorstand und Arbeitnehmern)

Umsatz	Vorstandsgehälter Aufsichtsratsstantieme
	Löhne, Gehälter
	Mieten Pachten Zinsen
	Vorprodukte inklusive Abschreibungen

Quelle: Eigene Abbildung.

2) Mangelnde Kontrolle und Allianzen von Managern und Arbeitnehmern können dazu führen, dass die Umsätze nicht mehr ausreichen, die Kosten für Vorprodukte und die Einkommensansprüche von Unternehmen und Vorstand zu befriedigen. Buchtechnisch entstehen Verluste. Das ist für einige Perioden auch möglich, ohne dass es zu Liquiditätsproblemen kommt, wenn der eigentlich notwendige Ersatz von alten Anlagen unterbleibt bzw. auf die Bildung von Fonds für Ersatzinvestitionen verzichtet wird. Die Periodenkapazität, die technisch mögliche Produktion in einer Periode, wird nicht zwangsläufig darunter leiden, dass einmalig Re-Investitionen unterbleiben. Dieser Zusammenhang ist in der folgenden Darstellung angedeutet und wurde an anderer Stelle<sup>6</sup> mit Blick auf staatseigene Unternehmen in Weißrussland ausführlicher begründet.

<sup>6</sup> Axel Sell, Probleme und Perspektiven der beruflichen und gesellschaftlichen Stellung der Jugend – Das materielle und immaterielle Erbe der Jugend -, in: E.P. Sapjolkina (ed.), Neue Technologien: Bildung, Wirtschaft, Wissenschaft, Ausgabe 2, Teil 1, Minsk 2003, S. 3-16 (deutsch- und russischsprachig).

Abb. 4: Das Produktionskonto einer Unternehmung (zu geringe Umsätze, um die Kosten zu decken)

Verlust {						
	Umsatz					
	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="padding: 5px;">Vorstandsgehälter Aufsichtsratsantenne</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Löhne, Gehälter</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Mieten Pachten Zinsen</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Vorprodukte</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">} Abschreibungen</td> </tr> </table>	Vorstandsgehälter Aufsichtsratsantenne	Löhne, Gehälter	Mieten Pachten Zinsen	Vorprodukte	} Abschreibungen
Vorstandsgehälter Aufsichtsratsantenne						
Löhne, Gehälter						
Mieten Pachten Zinsen						
Vorprodukte						
} Abschreibungen						

Quelle: Eigene Abbildung.

3) Die Situation wird von der Liquidität her kritisch, wenn die Verluste größer werden und nicht mehr durch unterlassene Abschreibungen aufgefangen werden können. Private Kreditgeber werden unter Risikoaspekten keine Kredite geben, bei staatlichen Unternehmen (in China, Weißrussland und anderswo) werden die größtenteils ebenfalls staatlich gelenkten Banken zur Kreditvergabe genötigt.

Abb. 5: Das Produktionskonto einer Unternehmung (Verluste werden nicht mehr durch unterlassene Abschreibungen aufgefangen)

Umsatz	Verlust {	Vorstandsgehälter Aufsichtsratsstantieme
		Löhne, Gehälter
		Mieten Pachten Zinsen
		Vorprodukte
		} Abschreibungen

Quelle: Eigene Abbildung.

Bei unterlassenen Re-Investitionen und einer zwangsläufig nachlassenden technischen Leistungsfähigkeit der Altanlagen kommt es irgendwann auch zu einem Schrumpfen der wirtschaftlichen Aktivitäten, so dass der Umsatz, die Löhne und Gehälter, die Nutzung von Vorprodukten etc. weit unter das Niveau im Ausgangsmodell sinken.

4) Ein Erhalt der Unternehmen ist durch Schuldenerlass, Umschuldungen, Umwandlung von Krediten in Eigenkapital (debt-equity-swap) und andere Maßnahmen möglich. Wenn es gelingt, die Unternehmen auf niedrigem Aktivitätsniveau zu stabilisieren, dann ist dem Produktionskonto strukturell nicht mehr anzusehen, dass ein potentiell besseres wirtschaftliches Ergebnis durch „bad corporate governance“ verschenkt wurde.



Die Folgen sind

- eine geringere Kapazität und damit eine Einschränkung der Versorgung mit Gütern und Diensten,
- ein geringerer Umsatz,
- weniger Lohn- und Gehaltszahlungen und weniger Arbeitsplätze,
- geringere Einkommen bei Lieferanten und schließlich auch
- geringere Steuereinnahmen.

Abb. 5: Das Produktionskonto einer Unternehmung (Auswirkungen nach Stabilisierungsmaßnahmen)

Ausgangssituation	Aktivitäten nach Stabilisierung																		
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; vertical-align: top;">Umsatz</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">Gewinn</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Vorstandsgehälter Aufsichtsrats- tantieme</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Löhne, Gehälter</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Mieten, Pachten Zinsen</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Vorprodukte in- klusive Abschreibungen</td> </tr> </table>	Umsatz	Gewinn		Vorstandsgehälter Aufsichtsrats- tantieme		Löhne, Gehälter		Mieten, Pachten Zinsen		Vorprodukte in- klusive Abschreibungen	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; vertical-align: top;">Umsatz</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">Vorstandsgehälter, Aufsichtsrats- tantieme</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Löhne, Gehälter</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Mieten, Pachten, Zinsen</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">Vorprodukte inkl. Abschreibungen</td> </tr> </table>	Umsatz	Vorstandsgehälter, Aufsichtsrats- tantieme		Löhne, Gehälter		Mieten, Pachten, Zinsen		Vorprodukte inkl. Abschreibungen
Umsatz	Gewinn																		
	Vorstandsgehälter Aufsichtsrats- tantieme																		
	Löhne, Gehälter																		
	Mieten, Pachten Zinsen																		
	Vorprodukte in- klusive Abschreibungen																		
Umsatz	Vorstandsgehälter, Aufsichtsrats- tantieme																		
	Löhne, Gehälter																		
	Mieten, Pachten, Zinsen																		
	Vorprodukte inkl. Abschreibungen																		

Quelle: Eigene Abbildung.

Durch Inaktivitäten auf der Absatzseite und bzgl. der Modernisierung des Produktionsprogramms, durch ineffiziente Arbeitsabläufe und unterlassene Re-Investitionen sind die gesamten wirtschaftlichen Aktivitäten geschrumpft.

## **8 Mutation zum Institutional-Investor-Modell: Die Rolle der Eigentümer in der Unternehmensführung**

In der oben aufgezeigten Abfolge waren die Anteilseigner der Garant für eine effiziente Unternehmensführung und letztlich für den positiven Beitrag der Unternehmen zum Sozialprodukt. Diese Rolle wird in der aktuellen Literatur auch kaum in Frage gestellt. Wer ist das Unternehmen, wem gehört es, wer darf Entscheidungen treffen? Bei kleinen Unternehmen ist das ganz klar. Ein Unternehmer stellt sein Kapital zur Verfügung, investiert, trägt das unternehmerische Risiko und bestimmt, was getan wird. Er hat die Gesetze zu beachten, zu denen auch das Arbeitsrecht gehört. Er hat dem Staat und dem Finanzamt gegenüber Rechenschaft abzulegen und Steuern zu zahlen. Bei mittleren Unternehmen ist die Frage nach den Entscheidungsträgern manchmal nicht mehr so einfach zu beantworten. In mittleren Unternehmen wird ein Betriebsrat gewählt, die Arbeitnehmer als Stakeholder artikulieren ihre Interessen, und auch die Hausbank will einen Einblick in die Geschäfte und Unternehmenspläne bekommen. Bei Großunternehmen, wie den meisten Aktiengesellschaften, ist der Eigentümer gar nicht mehr in der Lage, das Management selbst zu übernehmen. Oft befinden sich die Aktien im Streubesitz. Der oder die Eigentümer beauftragen in der Hauptversammlung das Board mit der Wahrnehmung ihrer Interessen. Im zweistufigen System nimmt der Aufsichtsrat die Kontrollfunktion wahr und beauftragt bezahlte Manager damit, das Unternehmen zu leiten. Die Manager sind näher am Unternehmen als die Aktionäre und auch als die Mitglieder des Aufsichtsrates. Sie haben einen Informationsvorsprung und können die anderen Stakeholders im unterschiedlichen Ausmaß mit Informationen versorgen.

Von der Gewichtung der Prinzipien her scheint für die OECD-Experten der Einfluss der Aktionäre auf die Unternehmen von fundamentaler Bedeutung. Die Aktionärsrechte und die Schlüsselfunktionen der Kapitaleigner standen in den Prinzipien von 1999 ganz zu Beginn. Jetzt, unter dem Eindruck etlicher Firmenzusammenbrüche und Skandale<sup>7</sup>, stehen sie nach Betonung der Bedeutung der Rahmenbedingungen an zweiter Stelle, gefolgt von dem Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre. Die Rechte werden in der Hauptversammlung und durch die Bestellung des Aufsichtsrates (Board) wahrgenommen. In Publikumsgesellschaften mit überwiegend Kleinanlegern zeigt sich vielfach, dass im Auf-

---

<sup>7</sup> Vgl. z. B. [www.nzz.ch/dossiers/2002/enron](http://www.nzz.ch/dossiers/2002/enron), Der Fall Enron. Die Rolle der Banken beim Enron-Skandal, Abruf vom 9.9.2004, [www.netzeitung.de/wirtschaft/unternehmen/302304.html](http://www.netzeitung.de/wirtschaft/unternehmen/302304.html), Citigroup wegen Enron-Skandal verklagt, 26. August 2004, Abruf vom 9.9.2004.

sichtsrat mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern und Vorstandsmitgliedern anderer Unternehmen, vor allem von Banken und institutionellen Anlegern wie Investment- und Pensionsfonds, ebenfalls ein starker Einfluss der Managementebene – wenn auch aus anderen Unternehmen - besteht. Dazu trägt auch bei, dass sich die Kleinanleger durch Banken, die ihre Depots verwalten, auf der Hauptversammlung vertreten lassen und ihre Rechte nicht selbst wahrnehmen. Der ökonomische Eigentümer, der Kleinanleger, übt daher keine Kontrolle aus.

Obwohl im Vorwort zu den Grundsätzen von 2004 die wachsende Bedeutung von Kapitalanlagegesellschaften und Pensionsfonds mit treuhänderischer Funktion betont wird, bleibt die Frage, ob die Grundsätze nicht dennoch implizit von einem zu einfachen Bild der Wirtschaft mit einer klaren Trennung von Eigentümern und Management ausgehen. Dieses existiert in der Realität so nicht. Der Wandel in der Eigentümerstruktur von Aktiengesellschaften war in den letzten Jahrzehnten in den entwickelten Marktwirtschaften dramatisch. So befanden sich 1950 etwa 90% der in den USA emittierten Aktien noch in Individualbesitz, 1994 waren es noch knapp 50%, die anderen wurden von institutionellen Anlegern gehalten<sup>8</sup>. Heute sind es vielleicht noch 25% im Individualbesitz. Die vermeintliche Konvergenz des angelsächsischen und des kontinentalen Modells der Corporate Governance lässt sich unter diesem Aspekt besser als eine Mutation beider Systeme in Richtung eines ‚Institutional Investor Models‘ beschreiben. Der gesellschaftspolitischen Brisanz durch die bisher entwickelten Prinzipien eines Corporate Governance wird nicht ansatzweise Rechnung getragen.

Das Management von Kapitalanlagegesellschaften z. B. tritt in der Realität einerseits in der Funktion des Eigners für die im Portfolio befindlichen Aktien anderer Unternehmen auf, ist andererseits wiederum den eigenen Aktionären Rechenschaft schuldig. Eigentümer und Management der Kapitalanlagegesellschaften wiederum haben gemeinsam Treuhänderfunktion für die Anleger, die ihnen ihre Ersparnis anvertraut haben. Bei vielfach miteinander verbundenen Unternehmen ein kaum von außen kontrollierbares verschachteltes System. Eigentum bedeutet zudem immer weniger ein langfristiges Engagement<sup>9</sup>, und insofern bleiben die Fragen offen, ob und wie man den sehr unterschiedlichen Interessen der einzelnen Aktionäre und Geldanleger und ihren Fähigkeiten sowie ihrem Willen zur Mitwirkung bei der Entwicklung eines Unternehmens Rechnung tragen kann. Die Skandale wie im Falle Enron sind ein Beleg dafür, dass

---

<sup>8</sup> Schlussbericht der Enquete-Kommission ‚Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten‘, 2.2.2 Neue Akteure und Instrumente), Bundestagsdrucksache 14/2350, Dezember 1999.

<sup>9</sup> Im Jahr 2000 wurde eine Aktie im Durchschnitt nur noch gut sechs Monate gehalten, 1990 waren es immerhin neunzehn Monate (ebenda).

Koalitionen von Stakeholdern, wie Banken und Vorstandsmitglieder, in der Lage sind, sich auf Kosten von Kleinaktionären, Zeichnern von Anleihen und anderen Gruppen betrügerisch zu bereichern. Der Fall hat gezeigt, dass, bei einer kriminellen Energie des Vorstandes, selbst bei Publikumsgesellschaften in den USA die gesetzlichen Bestimmungen eine effektive Kontrollen des Vorstandes durch die Aktionäre kaum möglich machen.

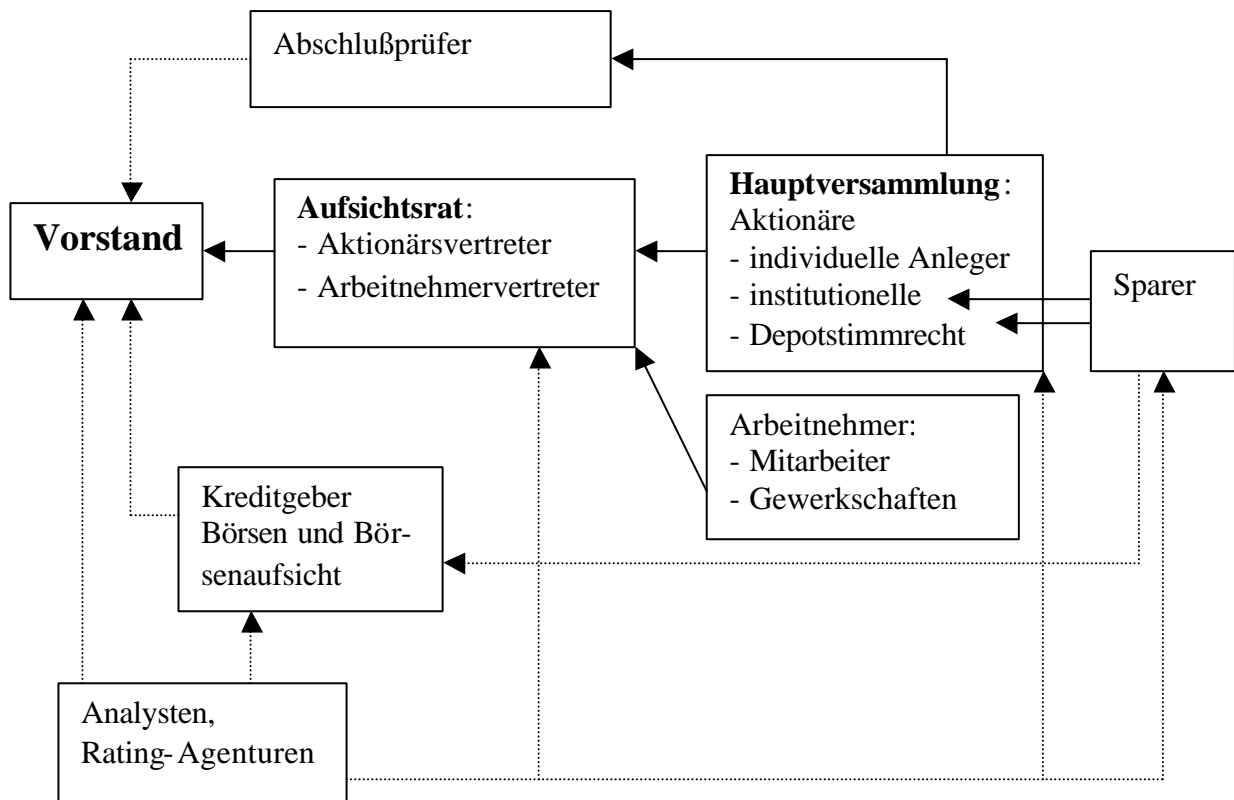
Zu fragen bleibt, ob die Trennung der Funktionen von Aufsichtsrat und Vorstand, wie es im deutschen Recht vorgesehen ist, nicht doch Vorteile gegenüber dem angelsächsischen Board-System hat. Der Fall Enron hat auch gezeigt, dass die traditionelle Wirtschaftsprüfung versagen kann und selbst einer strikteren Kontrolle und verbesserter Prüfungsgrundsätze bedarf. Der Fall Enron ist nur ein, wenn auch besonders dramatische Beleg dafür. Diese Erfahrungen haben zu einer Fortschreibung der Prinzipien mit Betonung der Bedeutung externer Prüfung und Kontrolle sowie zu gesetzlichen Änderungen in einzelnen Ländern geführt. Ob das genug ist, ist eine offene Frage.

## **9 Grundstrukturen der Corporate Governance in Deutschland**

In Deutschland ist die Grundstruktur der Corporate Governance geprägt durch die Trennung des Board in Aufsichtsrat und Vorstand. Ein weiterer Unterschied zum angelsächsischen System ist die stärkere Einbindung von Arbeitnehmern und Gewerkschaften in den Aufsichtsrat, wobei die Dominanz der Aktionäre im Aufsichtsrat gewährleistet ist. Die Rolle des Faktors Arbeit wird zur Zeit allerdings verstärkt diskutiert. Das ist nicht Ausdruck des Versagens des Systems, sondern eine natürliche Folge der im Zuge der Globalisierung veränderten Machtverhältnisse von Kapital, Arbeit und Management.

In Abb. 6 sind auch andere Stakeholder wie die Wirtschaftsprüfung, Analysten, und damit die freie Wirtschaftspresse, sowie Rating-Agenturen, Kreditgeber und die Banken- und Börsenaufsicht eingezeichnet. Dieser engere Kern von Corporate Governance ist umrahmt von den allgemeinen Bedingungen des Bürgerlichen Rechts, des Öffentlichen Rechts, des Wirtschaftsrechts und auch des Strafrechts. Die oben gezeigten Grundstrukturen der Corporate Governance sind in Deutschland vor allem im Aktiengesetz und in den Mitbestimmungsgesetzen festgeschrieben.

Abb. 6: Grundstrukturen der Corporate Governance in Deutschland



Quelle: Eigene Abbildung.

## 10 Schlußfolgerungen

Die Entstehungsgeschichte der Grundsätze der Corporate Governance ist geprägt durch die Ansicht, dass Privateigentum und eine effiziente Kontrolle der Unternehmensführung durch die Eigentümer der Schlüssel zum Wohlstand von Nationen sind. Vorausgesetzt wird dabei die Fähigkeit und der Wille der Aktionäre zu einer effektiven Kontrolle, zu der die Schaffung eines Rahmens einer Corporate Governance beitragen soll. Skandale wie der Fall Enron in der jüngeren Vergangenheit haben gezeigt, dass in vielen Fällen bei unübersichtlichen und zersplitterten Eigentümerstrukturen effektive Kontrollen durch die Eigentümer nicht gegeben sind und auch andere Kontrollinstanzen versagen. Die Frage bleibt daher offen, ob die Grundsätze den in den letzten Jahren stark veränderten Bedingungen auf den nationalen und den internationalen Kapitalmärkten gerecht werden.

## References

- Bernhardt, Wolfgang, Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)? Der Betrieb Heft 36 vom 6.9.2002, S. 1841-1846
- Enquete-Kommission ‚Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten‘, Bundestagsdrucksache 14/2350, Dezember 1999
- Nestor, Stilpon, International Efforts to Improve Corporate Governance: Why and How, OECD 2001
- OECD, Grundsätze der Corporate Governance, OECD 1999
- OECD, OECD-Grundsätze der Corporate Governance, OECD 2004
- OECD, White Paper on Corporate Governance in Russia, OECD 2002
- OECD/World Bank, Corporate Governance Round Table for Russia. Shareholders Rights and Equitable Treatment, Moscow, 24-25 Febr. 2000, OECD Principles of Corporate Corporate Governance in Russia: Their Relevance to the Russian Federation. Paper by Mr. Stilpon Nestor (Head of Corporate Affairs Division) and Ms Fianna Jesover (Project Manager, Corporate Affairs Division, OECD)
- Sell, Axel, Probleme und Perspektiven der beruflichen und gesellschaftlichen Stellung der Jugend – Das materielle und immaterielle Erbe der Jugend -, in: E.P. Sapjolkina (ed.), Neue Technologien: Bildung, Wirtschaft, Wissenschaft, Ausgabe 2, Teil 1, Minsk 2003, S. 3-16 (deutsch- und russischsprachig)
- [www.netzeitung.de/wirtschaft/unternehmen/302304.html](http://www.netzeitung.de/wirtschaft/unternehmen/302304.html), Citigroup wegen Enron-Skandal verklagt, 26. August 2004, Abruf vom 9.9.2004
- [www.nzz.ch/dossiers/2002/enron](http://www.nzz.ch/dossiers/2002/enron), Der Fall Enron. Die Rolle der Banken beim Enron-Skandal, Abruf vom 9.9.2004.