

KAPITEL I

Einleitung

1 Untersuchungsgebiet „Corporate Governance“

Unter dem Schlagwort „Corporate Governance“ hat es in der jüngeren Vergangenheit eine kaum überschaubare Zahl von Veröffentlichungen gegeben. Diese Publikationen wurden insbesondere durch spektakuläre Unternehmensskandale motiviert, beispielhaft seien nur die Öttingergeschäfte der Metallgesellschaft AG, der Konkurs des Wertenfunkonzerns Bremer Vulkan Verband AG und die Bilanzmanipulationen bei der Klöckner Humboldt Wedag AG genannt. Eine einheitliche Abgrenzung des Terminus „Corporate Governance“ hat sich bislang noch nicht herausgebildet. Die Bandbreite der Definitionen reicht von „Unternehmensüberwachung“¹ und „Unternehmenskontrolle“² über „mechanisms by which stakeholders of a corporation exercise control over corporate insiders and management such that their interests are protected“³ bis hin zu „Zusammenhänge zwischen Unternehmensleitung, Leitungskontrolle und Unternehmenserfolg aus der Sicht der Anteilseigner“⁴. In allen Fällen geht es um die Disziplinierung des Managements zum Schutz einer oder mehrerer Interessengruppen des Unternehmens. Diese kann auf direktem Wege durch die Kapitalgeber, stellvertretend durch einen institutionellen Überwachungsträger wie

¹ Poot (1995), Buchtitel.

² Herzig/Watrin (1995), S. 775.

³ John/Senbet (1998), S. 372.

⁴ Assmann (1995), S. 289.

den Aufsichtsrat beziehungsweise - als amerikanisches Pendant - den Board of Directors⁵ oder einen funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle erfolgen.⁶

Die in Deutschland vorgetragene Kritik im Zusammenhang mit Fehlentwicklungen von Unternehmen richtet sich regelmäßig gegen den Aufsichtsrat.⁷ In der Diskussion wird die Funktionsfähigkeit dieses Gremiums angezweifelt und die Überlegenheit alternativer Systeme zur Unternehmenssteuerung eruiert.⁸ Diese Überlegungen haben auch ihren Ausdruck in den - allerdings nicht besonders weitreichenden - Änderungen des Aufsichtsratsrechts gefunden, die im Zuge der Umsetzung des Gesetzes für Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) am 1. Mai 1998 vorgenommen wurden.⁹

2 Gegenstand und Zielsetzung der Arbeit

Die qualifizierte Beurteilung der Effizienz des Aufsichtsrats fällt gegenwärtig in Ermangelung einer fundierten Theorie schwer. Erst in jüngster Zeit wurden einzelne Untersuchungen - vorwiegend für den amerikanischen Board of Directors - vorgestellt,¹⁰ die jedoch die Besonderheiten des Aufsichtsrats unberücksichtigt lassen. Die vorliegende Arbeit soll einen Beitrag zum Abbau dieses Theoriedefizits leisten.

Im Mittelpunkt der Untersuchung steht eine Publikumsaktiengesellschaft, die durch eine breite Streuung ihrer Aktien gekennzeichnet ist. Die (Klein-) Aktionäre räumen einem geschäftsführenden Management die Verfügungsrechte über ihr zur Disposition gestelltes Kapital ein. Als Empfänger des Residuums besitzen sie das

⁵ Vgl. zu einer kurzen Gegenüberstellung der institutionellen Überwachungssträger „Aufsichtsrat“ und „Board of Directors“ die Darstellung in Kapitel II.5.4.

⁶ Daneben werden in der Literatur mit dem Produkt-, dem Manager- und dem Aktienmarkt weise Flassak (1995), S. 131-147.

⁷ Vgl. z. B. Nöbling (1999), S. 36 ff., sowie Gaulke (1996) und die dort angegebene Literatur.

⁸ Einen Überblick über die international umgesetzten Steuerungssysteme geben beispielsweise Chankham (1994) und Monks/Minow (1995), Kapitel 5.

⁹ Vgl. ausführlicher hierzu Kapitel II.

¹⁰ Vgl. zu einem Literaturüberblick Kapitel III.

Recht zur Aneignung der „Früchte“, sind jedoch auch dem Risiko eines Verlusts ausgesetzt.

Das Auseinanderfallen von Eigentum und Verfügungsgewalt¹¹ ist nach neoklassischer Auffassung unproblematisch, weil es auf einem vollkommenen Kapitalmarkt mit symmetrischer Information nicht möglich ist, sich auf Kosten anderer zu bereichern. In einer solchen Welt sind Organisationsfragen und damit auch ein Aufsichtsrat irrelevant. Das ändert sich, wenn Marktunvollkommenheiten, insbesondere Informationsasymmetrien, in die Betrachtung integriert werden. Die Aktionäre müssen nunmehr damit rechnen, von dem besser informierten Management überverteilt zu werden.¹² Dennoch ist - wie bereits von Berle/Means (1932) konstatiert wird - der Überwachungsreiz für den einzelnen Kleinaktionär nur schwach ausgeprägt.¹³ Die mit der Durchführung von Überwachungsmaßnahmen verbundenen Transaktionskosten würden von den Aktionären, die entsprechende Aktivitäten entfalten, jeweils alleine getragen, der daraus resultierende Nutzen käme hingegen der Gesamtheit der Aktionäre zugute. Aus diesem Grund nehmen die Kleinaktionäre regelmäßig eine Free-Rider-Position¹⁴ ein. Um diesem Dilemma entgegenzuwirken, sieht der Gesetzgeber für deutsche Aktiengesellschaften zur Überwachung des Managements die Einschaltung eines Aufsichtsrats als Intermediär¹⁵ vor.

Bei der Einschaltung des Aufsichtsrats darf allerdings nicht übersehen werden, daß dadurch neben das zwischen Management und Aktionären bereits bestehende Agency-Problem ein zweites Agency-Problem tritt, da nicht auszuschließen ist, daß auch der Aufsichtsrat Eigeninteressen verfolgt. Insofern kann nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, daß die Delegation von Überwachungsaufgaben an den Aufsichtsrat als indirekte Überwachung des Managements der direkten Überwachung durch die Aktionäre vorzuziehen ist. In der vorliegenden Arbeit wird nicht das Ziel

¹¹ Vgl. grundlegend Fama/Jensen (1983).

¹² Vgl. ausführlicher zu den Agency-Problemen der Beteiligungsfinanzierung Kapitel III.1.1.

¹³ Vgl. Berle/Means (1932), S. 62 f.

¹⁴ Vgl. zum Free-Rider-Verhalten auch Musgrave/Musgrave/Kullmer (1994), S. 70 f.

¹⁵ Der Aufsichtsrat ist in der Typologie von Breuer den Gutachtern zuzuordnen; vgl. Breuer (1995), S. 10.

verfolgt, die Existenz dieses Intermediärs endogen zu begründen.¹⁶ Stattdessen wird der Aufsichtsrat in Anbetracht der skizzierten Free-Rider-Problematik als gegeben angenommen. Bei der Untersuchung seiner Effizienz ist nicht nur zu berücksichtigen, daß die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder infolge ihrer üblicherweise langjährigen Tätigkeit entweder in einem Aufsichtsrat und/oder im Management eines anderen Unternehmens über Spezialisierungs- und Informationsvorteile gegenüber den Aktionären verfügen. Vielmehr sind aufgrund ihrer nicht ständigen Präsenz in dem zu überwachenden Unternehmen¹⁷ auch Unvollkommenheiten bei der Durchführung der Überwachungsmaßnahmen und darüber hinaus die Möglichkeit opportunistischen Verhaltens einzubeziehen. Im einzelnen sollen im Rahmen der vorliegenden Arbeit die Antworten auf folgende Fragen Aufschluß darüber geben, ob der Aufsichtsrat aus theoretischer Sicht einen effizienten Überwachungsmechanismus darstellt:

1. Kann der Aufsichtsrat gesamtwirtschaftlich und für die Aktionäre nützlich sein, wenn das Management Investitions- und Finanzierungsentscheidungen trifft, die die Zustimmung des Aufsichtsrats gemäß § 111 IV2 AktG erfordern, und dieser
 - sowohl über einen schlechteren Informationsstand verfügt als das Management
 - als auch möglicherweise opportunistisch handelt?
2. Kann der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Managergehälter gemäß § 87 II AktG gesamtwirtschaftlich und für die Aktionäre nützlich sein, indem er einen engeren Zusammenhang zwischen dem Anstrengungsniveau eines Managers und seinem korrespondierenden Gehalt herstellt,
 - wenn die dem Aufsichtsrat zur Verfügung stehende Überwachungstechnologie nicht perfekt ist?
 - wenn der Aufsichtsrat gleichzeitig als Berater des Managements fungiert?

¹⁶ Vgl. zu einem solchen Intermediationsansatz Strausz (1997).

¹⁷ Die Ausübung eines Aufsichtsratsmandats stellt de lege lata eine nebenberufliche Tätigkeit dar; vgl. ausführlicher zu den rechtlichen Rahmenbedingungen Kapitel II.

- wenn die Möglichkeit einer Koalitionsbildung zwischen Aufsichtsrat und Management wider die Aktionärsinteressen besteht?

3. Welche Implikationen lassen sich aus den Modellierungsergebnissen für die praktische Aufsichtsratsstätigkeit ableiten?

Vor dem Hintergrund dieser Fragestellungen soll im weiteren das Governance-Problem der Kleinaktionäre isoliert betrachtet werden. Zusätzliche Komplikationen können sich in der Praxis daraus ergeben, daß auch von Großaktionären¹⁸ und Kreditgebern¹⁹ ein disziplinierender Einfluß auf das Management ausgeht.²⁰ Weiterhin sind innerhalb der Gruppe der Aktionäre, des Managements und des Aufsichtsrats Interessenkonflikte denkbar, die jedoch in der Regel als wenig schwerwiegend einzuschätzen sind. Die Gruppe der Kleinaktionäre stimmt in der Zielsetzung einer Maximierung des Shareholder Value, des Marktwerts der Beteiligungstitel also, überein.²¹ Ferner ist bei ihnen aufgrund der skizzierten Free-Rider-Problematik der Anreiz zur Überwachung des Managements jeweils nur schwach ausgeprägt. Innerhalb des Managements sind Interessenkonflikte vernachlässigbar, wenn man dem zu bestellenden Arbeitsdirektor als Vertreter der Arbeitnehmer im Vorstand keine exponierte Stellung zumißt.²² Für den Aufsichtsrat besteht grundsätzlich ein Konfliktpotential aufgrund seiner Zusammensetzung aus Anteilseigner- und Arbeitnehmervertretern. Dennoch kann von einem „repräsentativen Aufsichtsratsmitglied“ ausgegangen werden, denn der Aufsichtsratsvorsitzende - meistens ein Vertreter der Anteilseigner - kann in Pat-Situationen nach wiederholter Abstimmung eine Entscheidung

¹⁸ Vgl. zur Managementdisziplinierung durch Großaktionäre den Literaturüberblick bei Sbleifer/Vishny (1997).

¹⁹ Vgl. zur Managementdisziplinierung durch Kreditgeber Hart (1993) sowie Laux (1996), Kapitel III.

²⁰ Ferner bleibt der „Markt für Unternehmenskontrolle“ als marktlicher Überwachungsmechanismus in der vorliegenden Arbeit unberücksichtigt. Eine Ausnahme bildet das in Kapitel III.1.3 skizzierte Modell von Hirshleifer/Thakor (1994), in dem Übernahmehandlungen die Entscheidungen des Board beeinflussen.

²¹ Vgl. z. B. Hax (1998), S. 91.

²² Im Rahmen der vorliegenden Arbeit werden - soweit sich die Ausführungen auf die deutschen Verhältnisse beziehen - die Bezeichnungen „Management“ und „Vorstand“ synonym verwendet. Aufgrund der unterstellten Interessenparallelität wird darüber hinaus aus Gründen der sprachlichen Vereinfachung häufig von einem Manager gesprochen. Selbstverständlich handelt es sich bei Publikumsaktiengesellschaften üblicherweise um ein Management-Team; vgl. auch die Regelung des § 76 II AktG.

herbeiführen, so daß sich in der Regel die Anteilseignerinteressen durchsetzen werden.²³ Ferner ist von einer weitgehenden Gleichläufigkeit der Interessen der Anteilseignervertreter auszugehen: Vertreten sie die Interessen der Aktionäre nur unzureichend, so müssen sie auch vor Ablauf der Amtszeit mit ihrer - reputations-schädigenden - Abberufung rechnen.²⁴

Abschließend ist eine begriffliche Klarstellung erforderlich. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird im Zusammenhang mit der Tätigkeit des Aufsichtsrats der Begriff „Überwachung“ (als Übersetzung des angelsächsischen Begriffs „Monitoring“) verwendet. Auf diese Weise wird den umfassenden Aufgaben des Aufsichtsrats, die häufig materiellen²⁵ Charakter besitzen, Rechnung getragen.²⁶ Auch der Gesetzgeber hat sich bei der Beschreibung des Aufgabenbereichs des Aufsichtsrats in § 111 I AktG auf diese Terminologie festgelegt: „Der Aufsichtsrat hat die Geschäftsführung [des Vorstands] zu überwachen.“

3 Vorgehensweise

Zunächst werden in *Kapitel II* die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Aufsichtsrat behandelt, um im weiteren Verlauf der Arbeit die praktische Relevanz der vorgenommenen Modellierungen beurteilen zu können. Dem folgt eine Skizzierung des Board-Modells, und es wird aufgezeigt, unter welchen Voraussetzungen das amerikanische und das deutsche System konvergieren. Unter diesen Bedingungen lassen sich die für den Aufsichtsrat entwickelten Ergebnisse auf das amerikanische System übertragen.

²³ Vgl. zur Person und Bedeutung des Aufsichtsratsvorsitzenden *Kapitel II.2.*
²⁴ Vgl. § 103 II AktG. Die besondere Problematik in Deutschland, daß Kleinaktionäre regelmäßig das Stimmrecht ihrer Depotbank übertragen, also in der Hauptversammlung den Kreis *Kapitel II.1* sowie die dort angegebene Literatur.

²⁵ Vgl. zur Unterscheidung formeller und materieller Überwachungshandlungen beispielsweise Lück (1993), S. 39 f.
²⁶ In der Literatur werden unter diesem Oberbegriff regelmäßig die Teilfunktionen „Aufsicht“, „Prüfung“ und „Kontrolle“ subsumiert, vgl. beispielsweise Theisen (1987), S. 13.

In *Kapitel III* werden Grundlagen der Agency-Theorie behandelt und mit Hilfe des Modells von Tirole (1986) insbesondere die Probleme doppelstufiger Agency-Beziehungen erarbeitet. Daran anschließend wird die gegenwärtig vorhandene Literatur zu einem dem Aufsichtsrat vergleichbaren Überwachungsmechanismus systematisiert. In dieses Schema lassen sich die in der vorliegenden Arbeit entwickelten Modelle einordnen.

Die Bedeutung des Aufsichtsrats für Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen im Unternehmen steht in *Kapitel IV* im Mittelpunkt. Zunächst wird auf Basis des Modells von Myers/Majluf (1984) untersucht, welchen Einfluß bereits die bloße Einschaltung des Aufsichtsrats auf die mit der Ankündigung einer Kapitalerhöhung verbundenen Einlagen verbundene Signalwirkung besitzt. Anschließend wird das Grundmodell sukzessive erweitert. Dabei steht die Frage im Mittelpunkt, ob und unter welchen Bedingungen ein Aufsichtsrat gesamtwirtschaftlich und aus Sicht der Aktionäre nützlich ist, wenn er seine Zustimmung zu der vom Manager intendierten Emission/Investition gewährt oder verweigern kann.

Kapitel V behandelt den Einfluß des Aufsichtsrats auf die Gestaltung des Managementvertrags. Auf Basis des LEN-Modells wird zunächst untersucht, wann sich die Agency-Kosten bei Einsatz eines nicht opportunistisch handelnden Aufsichtsrats reduzieren lassen, wenn diesem unterschiedlich perfekte Überwachungstechnologien zur Verfügung stehen. In diesem Rahmen läßt sich auch der Einfluß einer beratenden Tätigkeit des Aufsichtsrats aufzeigen. Anschließend wird das LEN-Modell unter Berücksichtigung der Überlegungen von Holmström/Milgrom (1990) für den Fall weiterentwickelt, daß der Aufsichtsrat eine Koalition mit dem Manager eingehen kann. Es soll überprüft werden, ob bei Einbeziehung nichtmonetärer Seitentransfers eine Reduktion der Agency-Kosten möglich ist.

Die Arbeit schließt in *Kapitel VI* mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und zeigt neben einigen Implikationen für die Aufsichtspraxis weiteren Forschungsbedarf auf.