

### 3 Formale Struktur der Unternehmensverfassung

Um die konkrete Ausgestaltung und Wirkmechanismen der Unternehmensverfassung auf die strategische Unternehmensführung unter der Bedingung der beschränkten Haftung in Verbindung mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle zu verstehen, lassen sich drei Aspekte der Unternehmenskontrolle unterscheiden (Lutz & Eberle 2008, S. 577):

1. die internen Kontrollmechanismen innerhalb des dem Unternehmen gesetzten institutionellen Rahmens, d.h. im Wesentlichen die Organe des Unternehmens (Bsp. Verwaltungs- oder Aufsichtsrat als zentrale Kontrollinstanz gegenüber dem Management),
2. die externen Kontrollmechanismen durch externe Akteure und Marktkräfte, d.h. an zentraler Stelle der Kapitalmarkt als Markt für Unternehmenskontrolle, und
3. an der Schnittstelle zwischen Innen und Außen die diversen Prüf- und Kontrollinstanzen, welche die Kontrolle durch die Bereitstellung von Informationen über das Unternehmen ausüben: insbesondere aber die Professionen, beispielsweise die Rechnungsprüfung, Analysten und ähnliche, welche die Finanzsituation eines Unternehmens kommunizieren.

Um die Unternehmensorgane zweckmäßig zu unterscheiden, sind zunächst die elementaren Organisationseinheiten zu bestimmen, die eine unternehmensstrategische Bedeutung erlangen: Betrieb, Unternehmen und Konzern (Bachner et al., 2012). Als Betrieb kann diejenige organisatorische Einheit betrachtet werden, innerhalb derer Unternehmer:innen allein oder zusammen mit den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern mithilfe sächlicher und immaterieller Mittel bestimmte arbeitstechnische Zwecke verfolgen. Ein Unternehmen ist die organisatorische Einheit, mit der Unternehmer:innen ihre wirtschaftlichen oder ideellen Ziele verfolgen; ein Unternehmen kann einen oder mehrere Betriebe haben, es können auch mehrere Unternehmen einen gemeinsamen Betrieb unterhalten. Die (Kapital-)Gesellschaft (als Rechtsträger) und das Unternehmen sind identisch. Ein Konzern ist die Zusammenfassung rechtlich selbständiger Unternehmen unter einheitlicher Leitung (§ 18 Abs. 1 AktG), die wiederum nach zwei Formen unterschieden wird: (1) dem Vertragskonzern (§ 291 AktG), in dem ein sog. Beherr-

schungsvertrag die Abhängigkeitsverhältnisse zwischen den Gesellschaften festlegt, sowie (2) dem faktischen Konzern, in dem sich die Abhängigkeitsverhältnisse mittelbar aus den tatsächlichen Eigentumsanteilen erschließen. Die Unternehmensverfassung zielt vorrangig auf das Unternehmen, einschließlich des bei Großunternehmen oft anzutreffenden Falls der Konzernierung. Dies bedeutet nicht, dass nicht auch Betriebe Gegenstand von Verhandlungen in den Organen der Unternehmung sein können, so etwa die Frage von Betriebsgründungen und -schließungen, allerdings bleiben rein betriebliche Belange aus der Arena formal zunächst ausgeschlossen.

Innerhalb der Unternehmen konzentriert sich die folgende Darstellung wiederum auf die große Kapitalgesellschaft, d. h. im Wesentlichen die Aktiengesellschaft (AG) und – mit Abstrichen – die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Die Besonderheiten anderer Kapitalgesellschaften und Rechtsformen, etwa den Genossenschaften (eG), öffentlichen Rechtsformen, Personengesellschaften (GbR, OHG) und auch Mischformen aus Personengesellschaft und Kapitalgesellschaft (GmbH & Co. KG, AG & Co. KG, Stiftung & Co. KG, Plc & Co KG) bleiben hier außen vor. Ein besonderer Hinweis sei hier auf die Regelungen für die Personengesellschaften, einschließlich der Mischformen, gegeben, die jenseits der Betriebsverfassung keine mitbestimmungsrelevanten Organe vorsehen, auch wenn die Belegschaften solcher Gesellschaften durchaus groß sein können. Für die anderen Gesellschaftsformen folgen die Mitbestimmungsregeln vergleichbaren Regelungen wie für die Aktiengesellschaft. Zusammen mit der Europäischen Aktiengesellschaft (SE, Societas Europaea) werden die Mischformen aus Personengesellschaft und Kapitalgesellschaft jedoch noch einmal aufgegriffen, wenn es um die Frage der Mitbestimmung bei Auslandsunternehmen geht.

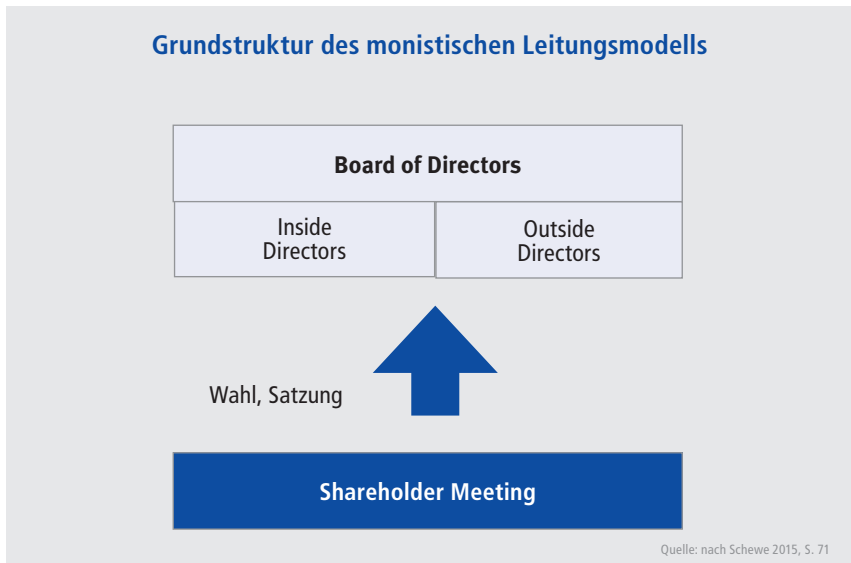
Die Organisation der Unternehmensführung lässt sich mit den Begriffen des Leitungsmodells und der Leitungsorganisation weiter differenzieren (hier und im Folgenden Werder 2015, S. 52 f., Schewe 2015, S. 65 ff.). Das Leitungsmodell (oder auch Spitzenorganisation) stellt die rechtliche Rahmensetzung für die Zusammensetzung der wesentlichen Organe der Unternehmensführung dar sowie die Verteilung ihrer Befugnisse und Pflichten, insbesondere aber der Leitungskompetenz (Geschäftsführung, Vertretung nach Außen), der Kontrollkompetenz (Besetzung der Leitungsorgane, Aufsicht) und der Interessenvertretung (Mitbestimmung bei der Besetzung der Organe). Die Leitungsorganisation ist enger gefasst und umschreibt die Zuständigkeit und Zusammenarbeit zur Unternehmensführung innerhalb des Leitungsorgans selbst (organintern, Bsp. Vorstandsressorts) sowie gegenüber Dritten (organübergreifend, Bsp. Leitung einer Organisationseinheit).

### 3.1 Dualistisches und monistisches Leitungsmodell

Die gewählte Rechtsform des Unternehmens setzt also einen formal-organisatorischen Rahmen, der einem bestimmten Leitungsmodell folgt. Der institutionelle Vergleich mit anderen Ländern oder auch innerhalb verschiedener Unternehmen zeigt, dass Leitungsmodelle der Unternehmen entweder monistisch oder dualistisch ausgeprägt sein können (für eine allgemeine Systematisierung institutionellen Vergleichs s. Aguilera & Jackson 2003).

Der klassische Fall des monistischen Leitungsmodells ist die Unternehmensverfassung der USA, in dem es nur zwei Organe in der Public Corporation (Inc./Corp.) gibt, und zwar das Board und das Shareholders' Meeting. Beispielsweise kann es auf diesem Wege zu einer Personalunion von Chief executive officer (CEO, ~Vorstandsvorsitz) und Chair of the Board (COB, ~ Aufsichtsratsvorsitz) kommen. Zugleich unterscheiden die Boards zwischen Executive Directors, die mit dem Management des Unternehmens (Inside Directors) befasst sind und sog. externen Direktoren, die beispielsweise verschiedene repräsentative Aufgaben wahrnehmen, aber mitunter auch einzelne Ausschüsse leiten (Outside Directors).

Abbildung 5



Die Aktiengesellschaft US-amerikanischen Rechts besitzt großen Spielraum der satzungsmäßigen Ausgestaltung der internen Organe (»Bylaws«), etwa durch die Einsetzung von Ausschüssen (Executive, Compensation, Finance, Nominating committee); zwingend ist aber die Berufung eines Audit Committee zur Rechnungslegung. Eine Mitbestimmung der Beschäftigten in den Gremien des Unternehmens kennt das US-amerikanische Unternehmensrecht nicht, auch wenn im Einzelnen External Directors mit gewerkschaftlichem Hintergrund berufen sein können (»pension funds«) (Schewe 2015, S. 71). Es gibt auch Mischformen, die zwischen dem monistischen und dem dualistischen Modell angesiedelt sind, so ist etwa in Japan die besondere Bedeutung des Auditing Committee (Rechnungslegung) hervorzuheben, auch wenn dort ansonsten eine monistische Struktur mit geringer Bedeutung externer Direktoren und ohne Mitbestimmung vorherrscht.

Inwieweit sich die Organstrukturen angleichen oder entsprechende institutionelle Regelungen zu fortbestehenden Unterschieden in Bezug auf die substantiellen Aspekte der Unternehmensverfassung führen, ist Gegenstand ständiger Auseinandersetzung (beispielsweise Faust 2017, Gerum & Mölls 2013, Windolf 2008). Diese Auseinandersetzungen sind letztlich ohne Bezüge zu den Institutionen der Unternehmensfinanzierung nicht zu klären, da diese mit ursächlich für die verschiedenen Ausgestaltungen der Unternehmensverfassung sind. Hier kann nur darauf verwiesen werden, dass klassischerweise zwischen bankorientierten und marktorientierten Finanzsystemen unterschieden wird (Windolf 2010). Während bankorientierte Finanzsysteme dadurch gekennzeichnet sind, dass Finanzmittel privater Haushalte über die Banken in Form von kurz- und langfristigen Krediten an Unternehmen fließen (Beispiele: Deutschland Universalbank, Japan Hausbank), zeichnen sich marktorientierte Finanzsysteme dadurch aus, dass die privaten Haushalte auch direkt, ohne Intermediation durch Banken, in Unternehmensanteile am Kapitalmarkt investieren (Beispiele USA, UK, sog. Trennbankensystem). Insbesondere das sog. Universalbankenmodell begünstigt dabei zumindest historisch die Ausbildung eines dualistischen Leitungsmodells, da die Banken auch selbst über Anteile an den Unternehmen und Stimmrechte auf der Hauptversammlung verfügen, an die sie zugleich Kredite aushändigen. Allerdings kommt es auch im Bereich der Finanzsysteme zu institutionellen Angleichungen. Neuere Entwicklungen bieten Hinweise auf eine Angleichung der Praxis der Unternehmensverfassung (Schewe 2015), etwa im Hinblick auf den Trend bei US-amerikanischen Boards eine de facto Separierung von Board und Executive Committee durch Aufwertung der Position externer Direktoren herbeizuführen. Im europäischen Kontext bietet die Regelung der SE eine Wahlmöglichkeit zwischen einer dualistischen oder einer monistischen Unternehmensverfassung.

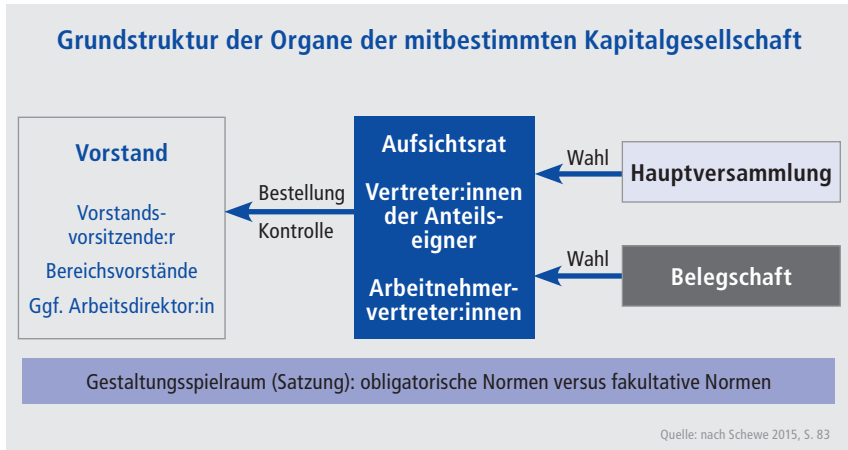
### 3.2 Organe der dualistischen Unternehmensverfassung

Für die große Kapitalgesellschaft, insbesondere in der Form der Aktiengesellschaft, aber auch für die große GmbH, gilt für deutsche Unternehmen im Wesentlichen ein dualistisches Leitungsmodell der Unternehmensverfassung, in dem die Leitung durch den Vorstand bzw. die Geschäftsführung formal von der Kontrolle der Leitung durch einen Aufsichtsrat getrennt ist. Es gibt mithin drei Organe der Unternehmensverfassung: Aufsichtsrat, Vorstand und Hauptversammlung (bei der GmbH die Gesellschafterversammlung). Insbesondere bei der Aktiengesellschaft sind der satzungsmäßigen Ausgestaltung der Unternehmensorgane gesetzliche Grenzen gesetzt, auch wenn die sogenannten zustimmungspflichtigen Geschäfte einen stärkeren Einfluss des Aufsichtsrats auf die Unternehmensführung gestatten. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer:innen ist zumindest für die Aktiengesellschaft klar über das Aktiengesetz geregelt und bezieht sich auf den Aufsichtsrat und in Ausnahmen auch (im juristischen Sinn eher informell) auf den:die Arbeitsdirektor:in als Teil des Vorstands. Betrachtet man nun die Unternehmensorgane der dualistischen Unternehmensverfassung in Deutschland anhand der mitbestimmten Aktiengesellschaft (AktG, MitbestG) im Detail, lassen sich folgende Befugnisse und Kompetenzen der einzelnen Organe hervorheben (hier und im Folgenden Werder 2015, S. 68; Bachner et al. 2012, S. 30f.).

Die Hauptversammlung versammelt die Aktionäre der Aktiengesellschaft, um den Aufsichtsrat zu bestellen und entscheidet über die Satzung des Unternehmens sowie Kapitalmaßnahmen, die Verwendung des Bilanzgewinn, die Bestellung der Abschlussprüfer und die Auflösung (§ 119 AktG). Sie kann als Interessenvertretung der Anteilseigner:innen im Unternehmen betrachtet werden (§ 118 AktG). Von gewisser Bedeutung sind auch das Informationsrecht der Hauptversammlung sowie die Möglichkeit der Billigung der Vorstandsvergütung sowie von Sonderabstimmungen auf Veranlassung des Vorstands (Werder 2015, S. 92) (siehe Abbildung 6 auf S. 377).

Der Aufsichtsrat, dessen Zusammensetzung je nach Beschäftigtenzahl und Rechtsform variiert, vereint Kontrollkompetenz und Interessenvertretung im Sinne des Unternehmens. Mitglieder sind die Vertreter der Anteilseigner:innen und die Vertreter:innen der Arbeitnehmer:innen. Seine Stellung in Bezug auf die Leitungskompetenz hängt neben der Bestellung des Vorstands im Wesentlichen von Art und Umfang der sog. zustimmungspflichtigen Geschäfte ab (Satzung § 179 AktG, AR-Beschluss), die sich etwa auf den Erwerb und Veräußerung von Vermögensgegenständen, die Umwandlung von Unternehmensteilen oder die Investition oder Aufgabe von Geschäftsfeldern beziehen können. Anders als im monistischen System ist es rechtlich nicht zulässig, dass ein Vorstandsmitglied zugleich Mitglied des Aufsichtsrates desselben Unternehmens ist, teil-

Abbildung 6



weise bestehen auch Sperrfristen nach dem Ausscheiden aus dem Vorstandsamt.

Nach Gerum (1991) lassen sich die Anteilseignervertreter:innen in Aufsichtsräten im Hinblick auf ihre Funktionsweise innerhalb der Unternehmensverfassung empirisch in verschiedene Typen unterscheiden, und zwar anhand der Dimensionen »unternehmenspolitische Kompetenz« und »personelle Zusammensetzung«.

Tabelle 2

### Aufsichtsratstypologie

Personelle Zusammensetzung der Anteilseigner:inseite im Aufsichtsrat	Unternehmenspolitische Kompetenz des Aufsichtsrates (Zahl der zustimmungspflichtigen Geschäfte)	
	Hoch	Niedrig
<b>Aktionärsdominanz</b>	Leitungsaufsichtsrat	Kontrollaufsichtsrat
<b>Dominanz von Nicht-Beteiligten</b>	Unternehmenspolitischer Aufsichtsrat	Repräsentationsaufsichtsrat

Quelle: nach Gerum, 1991, S. 725

## Strategische Unternehmensführung und Mitbestimmung

Dominieren die Vertreter:innen der Aktionäre und hat der Aufsichtsrat hohe unternehmenspolitische Kompetenzen, wird dies als Leitungsaufsichtsrat bezeichnet. Das Gegenstück sind Aufsichtsratsgremien, die mit wenigen unternehmenspolitischen Eingriffsmöglichkeiten ausgestattet sind und in denen Vertreter:innen anderer Gruppen, sog. Nicht-Beteiligte (bspw. politische Mandatsträger:innen, unabhängige Personen) beteiligt sind. Diese Aufsichtsräte erfüllen in Bezug auf die Leitung des Unternehmens eher repräsentative Aufgaben. Zwischenformen sind der »unternehmenspolitische Aufsichtsrat«, in dem der Einfluss von den »Nicht-Beteiligten« ausgeht, beispielsweise bei Unternehmen in besonderem öffentlichem Interesse, und der Kontrollaufsichtsrat, in dem die Einflussmöglichkeiten des Aufsichtsrates auf die Leitung begrenzt sind.

Der Vorstand wird durch den Aufsichtsrat gewählt, ihm obliegt die faktische Leitungskompetenz im Sinne der eigenverantwortlichen Geschäftsführung (§ 76 AktG), die Vertretung der Gesellschaft nach außen und innen (§ 78 AktG). Er kann allerdings vorbehaltlich der Regelung durch den Aufsichtsrat auch die Geschäftsordnung des Vorstands festlegen, wie etwa die Ressortverteilung (§ 77 AktG).

Nach Werder (2015, S. 172–181) lassen sich die Vorstandsgremien ebenfalls klassifizieren, und zwar jeweils nach dem Status der Mitglieder im Leitungsorgan und der gewählten Form der Arbeitsteilung im Vorstandsgremium. Bei der Portefeuillebindung bereiten die Vorstände jeweils für ihren Verantwortungsbereich die Entscheidungsfindung vor, treffen aber keine vom Gesamtvorstand unabhängige Entscheidungen, auch nicht in den ihnen zugewiesenen Aufgabengebieten. Ressortbindung meint hingegen, dass die Vorstände Entscheidungen eigenständig treffen können, solange diese in ihren Bereich liegen und sie die sonstigen Vorgaben dabei einhalten. Die Unterscheidung zwischen Kollegialprinzip und Direktorialprinzip zielt demgegenüber auf den Status der Vorstandsmitglieder in der Entscheidungsfindung ab, und zwar, ob alle Vorstandsmitglieder bei Entscheidungen gleichberechtigt sind (»kollegial«) oder der Vorstand selbst wiederum hierarchisch strukturiert ist (»direktorial«); das Direktorialprinzip ist oft in der Form anzutreffen, dass der oder die Vorstandsvorsitzende ein Letztentscheidungsrecht hat.

Tabelle 3

Vorstandstypologie

Arbeitsteilung im Leitungsorgan	Status der Mitglieder im Leitungsorgan	
	Kollegialprinzip	Direktorialprinzip
Portfeuillebindung	Sprecher-Modell	Stabs-Modell
Ressortbindung	Ressort-Modell	Hierarchie-Modell

Quelle: nach Werder, 2015, S. 173

Aus der Kombination lassen sich dann vier Vorstandstypen unterscheiden: das *Sprecher-Modell*, bei dem alle Vorstandsmitglieder gleichberechtigt eine gemeinsame Entscheidungsfindung im Vorstand herbeiführen, das *Ressort-Modell*, bei dem die Vorstandsmitglieder im Rahmen ihrer Ressorts eigenständig entscheiden, aber bei Entscheidungen ressortübergreifender Art im Gesamtvorstand gemeinsam entscheiden, das *Hierarchie-Modell*, bei dem dann die Vorstandsspitze die Letztentscheidung bei ressortübergreifenden Fragen hat und schließlich das *Stabsmodell*, bei dem die Vorstandsmitglieder außer der Vorstandsspitze lediglich entscheidungsvorbereitende Kompetenzen haben.

### 3.3 Unternehmenskontrolle innerhalb der dualistischen Unternehmensverfassung

Die Kontrolle des Managements der Aktiengesellschaft im Sinne einer Beeinflussung der strategischen Unternehmensführung kann nun entlang des Prinzipal-Agenten-Problems aus den Zielkonflikten zwischen Eigentümer:innen und dem Management bestimmt werden (grundlegend etwa Williamson 1995, Jensen & Meckling 1976). Hierbei ist zwischen dem Typ I, d.h. der Kontrolle bei Streubesitz und monistischer Struktur, und dem Typ II, d.h. dem Prinzipal-Supervisor-Agent-Problem, zu unterscheiden. Bei Typ II treten zusätzliche Instanzen der Aufsicht zwischen den Aktionär:innen und das Management (bspw. Picot et al. 2015, S. 337 ff.). Diese Instanzen können wiederum unterschieden werden nach Insiders, d.h. Supervisoren, die Teil der Unternehmensorgane sind (der Aufsichtsrat, aber auch Großaktionäre) und Outsiders, den sog.



## Strategische Unternehmensführung und Mitbestimmung

Finanzintermediären (Banken, aber noch eher die sog. institutionellen Investoren).

Der Grundfall ist die klassische Trennung von Eigentum (Aktionär:innen) und Kontrolle (Management) des Typ I. Grundsätzlich liegen in der Beziehung zwischen den Eigentümer:innen und den Manager:innen nach den institutionenökonomischen Überlegungen divergierende Interessen und asymmetrische Informationen vor. Die Aktionäre:innen haben einen Residualanspruch auf den ausgewiesenen Bilanzgewinn, sodass sich in institutionenökonomischer Betrachtung ihr unternehmensbezogenes Ziel vor allem ein maximaler Gewinn bei akzeptablem Risiko darstellt, was die maximale Verteilung von Gewinnen an die Aktionäre (z. B. über Dividenden) bei idealerweise zugleich steigenden Aktienpreisen (»Shareholder value«) einschließt. Zugleich haben die einzelnen Aktionäre jedoch erhebliche Informationsnachteile, insbesondere, wenn es sich um Einzelpersonen handelt, die jeweils nur einen kleinen Anteil halten. Die geringeren Kenntnisse der Details des Geschäfts (Gewinnfunktion, Risiken etc.) können nur durch unverhältnismäßig hohe Investitionen in die Informationsbeschaffung ausgeglichen werden (wenn überhaupt). Zwar könnten die Aktionär:innen ihrerseits auf der Hauptversammlung tätig werden, dies scheitert allerdings an einem lokalen Kollektivgutproblem, welches die Koordination der Aktionär:innen beeinträchtigt (»Trittbrettfahrer«). Alle Aktionär:innen würden zwar Nutzen aus der Überwachung ziehen, haben aber keinen Anreiz, sich individuell an den Kosten der Überwachung zu beteiligen. Aktionär:innen verkaufen eher Anteile (»exit«) als ihr Stimmrecht auf der Hauptversammlung auszuüben (»voice«).

Das Management zieht hingegen das Unternehmenswachstum gegenüber den Gewinnen vor, da aus der Unternehmensgröße Prestige und höheres Gehalt resultieren. Aus dem Unternehmensgeschehen heraus kann das Management auch ein Interesse daran haben, eigene oder andere Interessen zu verfolgen, die das Anstrengungsniveau zur Erzielung von Gewinn reduzieren und die Durchführung der Unternehmensaktivitäten für Beschäftigte, Kund:innen und Manager:innen erleichtern. Zugleich besitzt das Management einen Informationsvorteil in Bezug auf die Kenntnisse der eigenen Fähigkeiten sowie das Wissen über Risiken und Geschäft (Picot et al. 2015, S. 332 ff.). Hieraus folgt, dass Aktionär:innen bei Streubesitz das Management nicht effektiv kontrollieren: Zum einen, da das Managementhandeln nicht direkt beobachtet werden kann, sodass ein subjektives Risiko (moral hazard) besteht, dass die Manager Risiken eingehen, ohne Verluste oder Gewinne zu tragen. Hinzu kommt, dass die Manager:innen über mehr Informationen verfügen, sodass Prinzipale eine nachteilige Auswahl (adverse selection) bei der Einstellung von Manager:innen treffen (oder in das falsche Unternehmen investieren).

Diese Sichtweise ist auch kritisiert worden: Zunächst fällt auf, dass diese Argumentation vor dem Hintergrund einer monistischen Struktur entwickelt

wurde. Des Weiteren wird ein grundsätzlicher Eigentümer-Bias offenkundig, der die Vorteile der produktiven Verwendung von Ressourcen im Unternehmen bei komplexer Leistungserstellung durch ein professionelles Management nicht thematisiert. So können auch andere Motive in der Zusammenarbeit der Manager:innen in den Unternehmensorganen angenommen werden (Picot et al. 2015, S. 339 ff., Ebers 2014, S. 221 ff.). Zum anderen fehlen etwa aus Sicht der Stakeholder-Modelle die anderen Anspruchsgruppen und auch die regulativen Institutionen, die das Verhältnis zwischen Aktionären und Managern mannigfaltig beeinflussen. Allerdings bleibt wohl festzuhalten, dass in der großen Publikumsgesellschaft die Aktionär:innen – von vereinzelt Ausnahmen abgesehen – keine effektive Kontrollinstanz des Manager:innenhandelns darstellen.

In der Fallkategorie Typ II treten daher zwischen die Eigentümer:innen und das Management sog. Supervisoren. Diese können ein Kontrollgremium innerhalb des dualistischen Leitungsmodells, wie Aufsichts- oder Verwaltungsräte (»inside control«), oder Prüf- und Kontrollinstanzen außerhalb der Unternehmensorgane (»external control«) sein (Picot et al. 2015). Vielfältige Kombinationen und Vermischungen aus internen und externen Supervisoren einschließlich der Beteiligung anderer Gruppen sind in der Praxis anzutreffen. Eine Variante der »inside control« stellen ein oder mehrere Großaktionäre (sog. blockholder Familien, andere Großunternehmen oder staatliche Stellen), Banken (etwa im Sinne des Universalbankmodells) oder andere Finanzintermediäre, die über die verschiedenen Unternehmensorgane das Management kontrollieren, dar. In diesem Zusammenhang ist etwa die Einordnung der Arbeitnehmervertreter:innen im Aufsichtsrat heterogen; einerseits sind sie Beschäftigte des Unternehmens, andererseits entsendet die Gewerkschaft als unabhängige Organisation Vertreter:innen.

Im dualistischen Leitungsmodell tritt neben den Vorstand der Aufsichtsrat, was auch als Form der delegierten Kontrolle bezeichnet werden kann, in der ein internes Kontrollinstrument neben die Hauptversammlung tritt (bzw. die »externen« Mitglieder des Board of Directors) (Schewe 2015). Dies führt zu einer weiteren Begrenzung der Souveränität der Aktionärsversammlung, die ihrerseits die Ausübung wichtiger Rechte an den Aufsichtsrat abtritt. Zugleich gibt es eine vergleichsweise klare formale Trennung zwischen Kontrolle durch den Aufsichtsrat und die ausführende Funktion des Managements. Sofern der Aufsichtsrat Vetorecht bei wichtigen Entscheidungen hat, stellt dies eine wichtige Kontrollfunktion dar. In Deutschland wird dieses Modell im Universalbankmodell idealtypisch mit Banken im Aufsichtsrat als »Treuhänder der Aktionäre« begriffen. Die besondere Stellung der Universalbanken entstammt dabei dem sog. Hausbankmodell, in dem die Kreditfinanzierung, die Anleihefinanzierung und die Verwahrung von Wertpapieren des Unternehmens bei den Banken mit eigenem Anteilsbesitz und den Depotstimmrechten kombiniert sind (Windolf

2010). Die Vorteile eines solchen Supervisormodells bestehen in den Spezialisierungsvorteilen der Universalbank, die über Finanzmittel, Insiderwissen und Professionalisierung verfügt. Allerdings können sowohl bei den Banken selbst als auch durch andere Unternehmen Überkreuzverflechtungen und Mehrfachmandate in den Aufsichtsräten entstehen, die die Gefahren von Kollusion unter den Kontrolleuren, Insidergeschäfte oder auch eine mangelhafte Durchführung («Abnickgremium») der Kontrolle bewirken, da die »externen« nicht unabhängig agieren.

### 3.4 Externe Unternehmenskontrolle

Jenseits dieser sog. inside control, können auch Investoren:innen auf dem Kapitalmarkt als externe Supervisoren agieren. Diese agieren als institutionelle Investoren auf dem Markt für Unternehmenskontrolle und starten dann sog. feindliche Übernahmen (leveraged buy-outs), wenn sie der Ansicht sind, dass das Unternehmen seine Gewinnmöglichkeiten nicht maximal ausschöpft und aus diesem Grund auf dem Kapitalmarkt »unterbewertet« ist (niedrige, fallende Kurse). Zur Beurteilung des Unternehmenswertes hat sich in diesem Zusammenhang das Shareholder-value-Konzept international etabliert, das in der Folge auch zu einer sogenannten kapitalmarktorientierten Unternehmensführung (auch »Finanzialisierung«) geführt hat (Windolf 2008, relativierend etwa Faust 2017, Gerum & Mölls 2013). Shareholder-Value ist der Marktwert des Eigenkapitals, der als Barwert der erwarteten zukünftigen Zahlungsüberschüsse (approximiert über den Free Cashflow diskontiert mit dem Kapitalkostensatz) einem Unternehmen zur Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber zur Verfügung steht (Rappaport 1998). Das Ziel der von den institutionellen Investoren verlangten kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, nach der Unternehmenserfolg und Managementleistung beurteilt werden, besteht nun darin, diesen Shareholder-Value durch Kursgewinne zu steigern und die Aktionäre über Dividendenzahlungen daran zu beteiligen. Zugleich ergeben sich vergleichsweise klare Empfehlungen für die strategische Unternehmensführung, etwa dass Geschäftsfelder geschlossen werden, wenn ihre Rendite unter den externen Kapitalkosten liegt («Konzentration auf Kerngeschäfte») oder dass der Shareholder-Value dann steigt, wenn die Renditen der einzelnen Geschäftsfelder über den risikoadäquaten Kapitalkosten liegen. Erfüllen nun die Unternehmen diese Anforderungen nicht, spekulieren die Investor:innen auf Wertsteigerung (eine Art Übernahmeprämie), wenn sie die Unternehmen übernehmen und restrukturieren. Das übernehmende Unternehmen kann dabei im übernommenen Unternehmen gebundene Kapitalressourcen freisetzen und Verschwendung in

den Prozessen des Unternehmens beseitigen. Dies soll oft über eine Zerlegung des Unternehmens sowie ein verändertes Leitungsmodell der Unternehmensverfassung durch Rechtsformänderung erreicht werden. Allerdings können solcherart feindliche Übernahmen auch Reaktionen des Managements zur Abwehr hervorrufen, etwa indem das Unternehmen seinerseits durch Aufkäufe und Veräußerungen von Unternehmensanteilen in den Bieterwettbewerb um die passiven Kleinaktionäre eintritt, um eine Stimmenmehrheit der Übernehmer zu vermeiden, hohe Abfindungs- und Pensionsregelungen für das Management festlegt oder kostspielige Sozialpläne auflegt (Picot et al. 2015, S. 349 f.). Die Möglichkeiten der externen Unternehmenskontrolle durch Finanzialisierung und den Markt für Unternehmenskontrolle werden insbesondere aufgrund der einseitigen Aktionärsorientierung, und zwar insbesondere im Interesse der institutionellen Anleger, der problematischen Berechnungsannahmen über Risiken und erwartete Renditen des Shareholder-Value sowie deren Approximation durch den Aktienkurs gesehen, die einer besonders kurzfristigen Orientierung der Unternehmensführung Vorschub leisten, die wenig Rücksicht auf die mittel- bis langfristige Leistung des Unternehmens nimmt.

Schließlich gibt es noch externe Kontrollinstanzen, die indirekt und direkt entweder gegenüber staatlichen Stellen (Steuern) oder dem Kapitalmarkt das Unternehmen kontrollieren, indem sie Informationen bereitstellen, welche die Bewertung des Unternehmens beeinflussen können (umfassend Coffee 2006). Hier sind insbesondere unabhängige Prüf- und Kontrollinstanzen angesprochen, die als »Gatekeeper«, die aufgrund professioneller Expertise wiederholt Zertifizierungs- oder Verifikationsdienstleistungen für Unternehmen, Investoren oder die Öffentlichkeit durchführen. Diese Gatekeeper sind nicht direkt in ein Unternehmen involviert und sind auch nicht direkt an einer bestimmten Bewertung interessiert wie etwa Investoren, die etwa auf eine feindliche Übernahme spekulieren, sondern sind als Intermediäre anzusehen, die den Marktakteuren, aber auch der Öffentlichkeit und dem Staat entsprechende Informationen (Transparenz) über das Unternehmen und das Managementgebaren bereitstellen (Coffee 2006). Solche Instanzen können staatliche Agenturen im Auftrag des Gesetzgebers sein, Wirtschaftsprüfer & Auditoren, die Börsenaufsicht, Ratingagenturen, aber auch Institutionen der Selbstregulation einschließlich relevanter Mischformen (Corporate Governance Kodex) (Picot et al. 2015, S. 342 f.).

Die Marktteilnehmer benötigen diese Intermediäre, um verlässliche Informationsquellen für ihre Entscheidungsfindung zu haben. Die Prüfinstanzen stellen die Qualität der Signale sicher, auf die sich die Akteure des Kapitalmarktes verlassen können, Fehlverhalten aufdecken oder ggf. verhindern, wenn sie ihr Vertrauenskapital zurückhalten (»Veto«). Der besondere Ruf dieser Instanzen speist sich zum einen aus der Tatsache, dass die Prüfinstanzen »Wiederholungsspieler« sind, die diese Informationsbereitstellung wiederholt und für mehrere Fälle

## Strategische Unternehmensführung und Mitbestimmung

durchführen; durch ein etwaiges eigenes Fehlverhalten durch Falschinformation würde ihr Vertrauenskapital gefährdet (Coffee 2006). Zudem unterliegen insbesondere Wirtschaftsprüfer gesetzlicher Regulation und professionalisierter Überprüfung der Kontrollleure. Allerdings sind insbesondere auch privat organisierte Gatekeeper in einem Dilemma, da sie letztlich durch die Unternehmen beauftragt und entlohnt werden, die sie kontrollieren sollen. Zugleich sind die Märkte für die Prüfung und Kontrolle von Unternehmen stark begrenzt, es sind oligopolistische Märkte, in denen es auch zu Kollusion kommen kann. Im Einzelnen kann es auch zu Fehlsteuerung durch Deregulierung kommen, etwa wenn dieselbe Prüfinstanz über Jahre wiederholt dasselbe Unternehmen prüft. Schließlich ist die Prüfung von Unternehmen eine Art Expertenmonopol, indem es ein geringes Risiko von Entdeckung oder Klagen durch Dritte gibt, die nur wenig Einblick in das entsprechende Feld haben. Auch kann es aufgrund der speziellen Expertise zu internen Agency-Kosten der Kontrollinstanz kommen, da die Teilnahme an Fehlverhalten für einzelne Mitarbeiter rational sein könnte, selbst wenn sie für die Instanz als Ganzes irrational ist. Unter den Bedingungen von Shareholder-Value und Finanzmarktorientierung wirken der vorhandene Marktdruck und die bestehenden Informationsasymmetrien auch als Gelegenheitsstruktur für Manipulation, etwa wenn Aktienoptionen unterschiedlicher Bewertung unterzogen werden (Windolf 2003, S. 190ff.; Coffee 2006).

### 3.5 Wiederholungsfragen

Frage 1: Wie und auf welchen formal-rechtlichen Grundlagen ist die Spitzenorganisation börsennotierte (Groß-)Unternehmen in Deutschland aufgebaut?

Frage 2: Welche Vor- und Nachteile sehen Sie in Bezug auf die Leitungs- und Kontrollkompetenz, wenn Sie das monistische und das dualistische Leitungsmodell vergleichen?

Frage 3: Wie kann das Management durch externen Wettbewerb beeinflusst werden?

Frage 4: Wie beeinflussen die Professionen (Wirtschaftsprüfer:innen, Rechtsanwält:innen, etc.) die Unternehmensverfassung?

Frage 5: Wenn Sie die Gesamtheit der internen und externen Kontrollinstanzen berücksichtigen, wie schätzen Sie die Managementkontrolle insgesamt ein?