Leibniz Online, Nr. 57 (2025)
Zeitschrift der Leibniz-Sozietät der Wissenschaften zu Berlin e. V.
ISSN 1863-3285 • DOI: 10.53201/LEIBNIZONLINE57

Kleine Weltgeschichte der Business Corporation*

Tilman Bezzenberger
(MLS, Berlin)

Veröffentlicht: 12. August 2025

Abstract

The origins of the business corporation and its German variant, the *Aktiengesellschaft*, can be traced back to antiquity. By today's standards, these entities of bygone ages would be classified as public in character. In modern times, however, the business corporation has been privatized and, since the late 19th century, it has become a core institution of the economy. The business corporation has performed great feats in terms of capital pooling. Yet, its governance poses problems that remain unresolved. This is no coincidence, as the following article will show. Corporate governance in large business corporations cannot be meanigfully left to market forces and private contracting. This is not what the business corporation was made for and becomes much more evident by looking at the historical process than by static economic and legal analysis.

Zusammenfassung

Die Wurzeln der Business Corporation und ihrer deutschen Spielart, der Aktiengesellschaft, reichen bis in die Antike zurück. Doch diese Gebilde vergangener Zeiten würde man heute eher als öffentlich einstufen. Erst in der Neuzeit ist die Wirtschaftskörperschaft zur Business Corporation privatisiert worden, und seit dem späten 19. Jahrhundert ist sie ein Kernelement der Unternehmenswirtschaft. Sie hat als Kapitalsammelorganisation Großes geleistet. Aber ihre Organisationsverfassung und Willensbildung bereiten Probleme, die nicht gelöst sind. Der folgende Beitrag zeigt, dass dies kein Zufall ist. Man kann die Corporate Governance bei großen Aktienunternehmen nicht sinnvoll der Marktwirtschaft und der privaten Vertragsautonomie überlassen. Dafür ist die Business Corporation nicht gemacht. Das wird im historischen Prozess viel besser sichtbar als in einer statischen ökonomischen und juristischen Analyse.

Keywords/Schlüsselwörter:

corporation, business corporation, business history, colonial companies, chartered companies, general incorporation, managerialism, financialization, the corporation as a creation of law.
Körperschaft, Unternehmenskörperschaft, Aktiengesellschaft, Unternehmensgeschichte, Kolonialgesellschaften, konzessionierte Gesellschaften, Gründungsfreiheit, Managerherrschaft, Finanzmarktkapitalismus, die Körperschaft als Geschöpf der Rechtsordnung.

* Der Text geht auf einen Vortrag zurück, den der Verfasser am 16. Mai 2024 in der Plenarsitzung der Leibniz-Sozietät der Wissenschaften zu Berlin gehalten hat.

Inhalt

1. Einleitung
2. Corpus habere ad exemplum rei publicae
   2.1 Ursprünge im Römischen Recht
   2.2 Korporationen und Wirtschaft im Mittelalter
   2.3 Kolonialgesellschaften der frühen Neuzeit
   2.4 Konzessionierte Gesellschaften zwischen Landesausbau und Kapitalismus
3. Die Privatisierung und der bleibende staatliche Kern der Business Corporation
   3.1 Privatvertragliche Company-Nachbauten
   3.2 General Incorporation auf Grund allgemeiner Gesetze
   3.3 Organisations- und Kapitalverfassung von Business Corporations
   3.4 Weshalb weiterhin viel Staat in der Business Corporation steckt
4. Aufstieg und Herrschaft der Manager
   4.1 Das Auseinanderdriften von Anteilseigentum und Unternehmenskontrolle
   4.2 Die Deutschland AG
   4.3 Damalige Vorstellungen vom schwindenden Zuweisungsgehalt der Aktie
   4.4 Die Aktie als residuales Vermögensrecht mit Entscheidungsmacht
5. Der Finanzmarktkapitalismus und seine Wandlungen
   5.1 Feindliche Unternehmensübernahmen
   5.2 Der Finanzmarkt als Unternehmenssteuerungsinstanz
   5.3 Auf dem Weg zu einem neuen Finanzkapitalismus?
   5.4 Shareholder Primacy auf dem Prüfstand
6. Zusammenfassende Schlussbetrachtung

1 Einleitung

Dieser Text hat auch etwas Persönliches. Ich habe erst Geschichte und dann Jura studiert und war anschließend Rechtsanwalt mit Tätigkeitsschwerpunkt im Gesellschaftsrecht. Das ist das Recht der Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung und so weiter. Später war ich 20 Jahre Professor an der Universität Potsdam, wieder mit Schwerpunkt im Gesellschaftsrecht. Damit war im Herbst 2023 altersbedingt Schluss, und jetzt bin ich wieder Rechtsanwalt. Der folgende Beitrag will die Perspektiven zusammenführen – die Geschichte, die Rechtswissenschaft und die praktische Anschauung. Dabei geht es weniger um Rechtsinhalte als um wirtschaftliche und gesellschaftliche Realitäten.

Doch vorab ein Überblick über die Rechtsform der Business Corporation und ihrer deutschen Spielart, der Aktiengesellschaft. Diese ist ein privater Zusammenschluss, eben eine Gesellschaft oder eine Art Wirtschaftsverein, und fungiert fast immer als Unternehmensträger. Die Gesellschafter oder Mitglieder sind die Aktionäre (*shareholders*), und die Gesellschaftsanteile heißen Aktien (*shares*). Hauptmerkmale der Aktiengesellschaft sind

- die Rechtsfähigkeit,
- ein von der Mitgliedschaft unabhängiges zentrales Management,
- die Beschränkung der Haftung auf das Gesellschaftsvermögen unter Ausschluss einer persönlichen Haftung der Aktionäre und
- übertragbare Anteile, so dass man sie handeln kann.

Eine rechtsfähige Gesellschaft wie die Aktiengesellschaft ist ein von den Gesellschaftern verschiedenes synthetisches Rechtssubjekt. Wenn sie Sachen kauft, Arbeitnehmer einstellt oder Räume mietet, kommen die Verträge mit der Gesellschaft als solcher und nicht mit den

Gesellschaftern zustande, und die erworbenen Sachen gehören der Gesellschaft. Die Gesellschafter haben keine Rechte an den Gegenständen des Gesellschaftsvermögens, sondern Anteile an der Gesellschaft. Damit haben sie immerhin am Wert des Gesellschaftsvermögens teil. Wenn eine rechtsfähige Gesellschaft mit drei gleichberechtigten Gesellschaftern ein Grundstück im Wert von 100 und Schulden von 70 hat, gehört das Grundstück gegenständlich der Gesellschaft und nicht den Gesellschaftern. Die Gesellschaft könnte aber das Grundstück verkaufen, mit dem Erlös die Schulden tilgen, und dann würden bei einer Abwicklung der Gesellschaft für jeden Gesellschafter 10 übrigbleiben. Das ist die Teilhabe am Wert des Gesellschaftsvermögens und der Wert der Gesellschaftsanteile. Die Aktie als Gesellschaftsanteil gibt dem Inhaber außerdem das Recht zur Teilhabe an Gewinnausschüttungen und nicht zuletzt Mitwirkungsrechte bei der innergesellschaftlichen Willensbildung.

Die Aktiengesellschaft ist außerdem eine Körperschaft oder, wie es in Amerika heißt, eine *Corporation* oder *Business Corporation*. So eine Vereinigung unterscheidet sich von der Personengesellschaft, die im angloamerikanischen Raum *Partnership* genannt wird. Personengesellschaften wie zum Beispiel die Gesellschaft bürgerlichen Rechts können zwar ebenfalls rechtsfähig sein, aber sie sind persönliche Vertragsgemeinschaften, die durch ihre Gesellschafter handeln. Bei den Körperschaften ist dagegen die Organisation gegenüber den Mitgliedern verselbständigt. Die Geschäftsführung und die Stellvertretung sind nicht Bestandteile der Mitgliedschaft, wie in den Personengesellschaften, sondern Inhalt besonderer Ämter, die in die Organisation als solche eingebaut sind und auch von Nichtmitgliedern übernommen werden können. Die Anteilsinhaber wählen ein Führungskomitee, das entweder selbst das Unternehmen führt oder Geschäftsleiter einsetzt, die unter seiner Aufsicht agieren. Diese Personen werden im Folgenden Unternehmensleiter oder Organmitglieder genannt und manchmal auch Manager, obwohl der letzte Begriff weiter ist und auch nachgeordnetes Leitungspersonal umfasst.

Die Mitglieder einer Körperschaft und speziell die Aktionäre der Aktiengesellschaft haften überdies nicht mit ihrem Privatvermögen für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft, sondern die Gläubiger der Gesellschaft können sich nur an das Gesellschaftsvermögen halten. In der Business Corporation können die Anteilsinhaber ihre Mitgliedschaft auch nicht kündigen und gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden wie in der Personengesellschaft. Die Einlagen stecken in der Gesellschaft fest. Dafür sind die Anteile vererblich und übertragbar und können sogar gehandelt werden. So wird die Kapitalwidmung im Unternehmen von der Kapitalwidmung auf Seiten der Anteilseigner entkoppelt und verstetigt.

Eine Langzeitgeschichte der Business Corporation muss damit zurechtkommen, dass die Gestaltungen über die Zeit sehr unterschiedlich sind. Alte Elemente fallen weg, neue kommen hinzu und fügen sich mit Bleibendem zu Gebilden zusammen, die mit dem Alten irgendwann nur noch wenig gemein haben. Wie sich im Folgenden zeigt, kommt die Business Corporation geschichtlich aus einer Sphäre jenseits des Privaten[1] und weist in ihrem überzeitlichen Kern noch heute über das Private hinaus.[2] Rechtsfähige Wirtschaftskörperschaften gab es schon in der römischen Antike und im Mittelalter. Aber das waren Gebilde der öffentlichen Regulierung und Daseinsvorsorge, und wo der private Erwerb mit hineinspielte, war er viel mehr als heute in die Ordnung des Ganzen eingebunden. So ist es bis in die

---

1 Mit gleichem Grundgedanken Guenther (2019: 8 ff.) mit Blick auf die frühen USA und ihre kolonialen Vorgängergebilde sowie das England der frühen Neuzeit; Davoudi/McKenna/Olegario (2018: 17–20, 22–23, 25–26, 30–31, 39, 41); Seavoy (1982: 3 ff., 39 ff., 255–256).

2 Ähnlich Guenther (2019). Skeptisch gegenüber solchen Gedanken Kuntz (2022: 659 ff.); scharf ablehnend Anderson/Tollison (1983: 107 ff., 116).

Neuzeit hinein geblieben. Die körperschaftliche Verfassung ist ein von der Rechtsordnung gewährtes Privileg und wurde ursprünglich nur einzelnen ausgewählten Gebilden verliehen, die der Gemeinschaft besonders dienlich waren. Das kennzeichnet die lange erste Periode der folgenden Darstellung bis hin zu den Kolonialgesellschaften der frühen Neuzeit und den konzessionierten Infrastrukturgesellschaften anfangs des 19. Jahrhunderts.

Mit diesen Gebilden wurde die Business Corporation schon teilweise privatisiert. Um die Mitte des 19. Jahrhunderts ist die Privatisierung einen großen Schritt weiter und dahin gegangen, dass privaten Unternehmen die körperschaftliche Verfassung allgemein zugänglich gemacht wurde. Anstelle der hoheitlichen Regulierung ist von Rechts wegen das private Anteilseigentum zum Steuerungszentrum der Business Corporation geworden. Das war und ist nicht leicht zu handhaben. Die Business Corporation ist vor allem eine Kapitalsammelorganisation, die das Geldkapital vieler verstreuter und wechselnder Investoren zu langfristigem unternehmerischem Produktivkapital bündelt. Die Steuerung des Unternehmenshandelns bereitet hier ganz andere und viel größere Probleme als in Personenunternehmen.

Man kann die Zeit nach der Privatisierung der Business Corporation in zwei weitere Perioden einteilen, je nachdem, wie diese Probleme in Erscheinung getreten und gelöst oder nicht gelöst worden sind. Da war zunächst die Zeit des Industriekapitalismus bis zum späten 20. Jahrhundert. Der gesamtwirtschaftliche Aufschwung seit der Hochindustrialisierung ging mit einem enormen Wachstum der Aktienunternehmen einher. Das hat im 20. Jahrhundert zu einer Fragmentierung des Anteilsbesitzes und dazu geführt, dass die vielen einzelnen Anteilseigner ihre Steuerungsmacht praktisch nicht mehr ausüben konnten. So ist die Macht den Managern zugewachsen. Aber deren Herrschaft und die Unternehmenswirtschaft waren damals in übergreifende national- und sozialstaatliche Regelwerke eingebunden. Insoweit gab es noch einen Zusammenhang mit der Zeit vor der Privatisierung der Business Corporation.

Die dritte und letzte Periode des Beobachtungszeitraums ist die Zeit des Finanzmarktkapitalismus seit dem späten 20. Jahrhundert. Hier ist der Kapitalmarkt zum neuen Steuerungssystem für börsennotierte Aktienunternehmen geworden, und das Anteilskapital ist in verwandelter Gestalt zur Macht zurückgekehrt, nämlich mediatisiert durch institutionelle Investoren wie Investmentfonds und Pensionsfonds, die von großen Vermögensverwaltungsunternehmen aufgelegt werden. Das ist die Welt von heute. Der Beitrag zeigt auf, wie es dazu kommen konnte, und wie die neuen Transmissionsriemen der Unternehmenssteuerung beschaffen sind. Dabei wird sich auch zeigen, dass der Finanzmarktkapitalismus zuletzt eine Wendung genommen hat, die nicht mehr mit der Idee des privaten Anteilseigentums als Steuerungsgrundlage realwirtschaftlicher Unternehmen vereinbar ist.

Das Folgende ist die Geschichte der großen Aktiengesellschaften und Business Corporations. Kleine und mittlere Unternehmen tauchen erst seit dem 20. Jahrhundert als Business Corporations auf[3] und sind meistens persönliche Mitunternehmerschaften mit wenigen Teilhabern, die selbst die Geschäfte leiten. Die körperschaftliche Verfassung tritt hier viel weniger hervor, und die Gesellschafter haben noch einen Bezug zur Geschäftsleitung und zu den Gegenständen des Unternehmensvermögens. Doch das ist eine andere und vergleichsweise langweilige Geschichte.[4] Im Folgenden geht es um die großen Business Corporations, denn

---

[3] Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1394, 1396 ff.). Grundlegend war für Deutschland das Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG) vom 20.04.1892, Reichsgesetzblatt 477 ff. So eine GmbH ist in vieler Hinsicht wie eine vereinfachte Aktiengesellschaft, bei der die Anteile nicht an der Börse gehandelt werden können und die Gesellschafter viel stärker in die Willensbildung einbezogen sind.

[4] Ebenso Galbraith (1967: 72–73, 395); ähnlich die Aufteilung der Materie bei Habersack (2020: 599–600).

sie haben die geschichtliche Entwicklung am meisten geprägt und spiegeln sie am besten wider.

2 Corpus habere ad exemplum rei publicae

2.1 Ursprünge im Römischen Recht

Rechtsfähige Wirtschaftskörperschaften gab es schon in der römischen Antike.[5] Hierzu schreibt der Jurist Gaius im frühen zweiten Jahrhundert nach Christus:

Corpus habere

„Neque societatem neque collegium neque huiusmodi corpus passim omnibus habere conceditur:	Weder eine Gesellschaft noch einen Verein, noch sonst einen Körper dieser Art zu haben, wird jedem ohne weiteres zugestanden.
nam et legibus et senatus consultis et principalibus constitutionibus ea res coercetur.	Denn dies wird sowohl durch Gesetze als auch durch Senatsbeschlüsse und Kaiserkonstitutionen beschränkt.
Paucis admodum in causis concessa sunt huiusmodi corpora:	Es sind nur in ganz wenigen Fällen solche Körper zugestanden worden,
ut ecce vectigalium publicorum sociis permissum est corpus habere	wie es zum Beispiel den Gesellschaftern der Gesellschaften zur Eintreibung öffentlicher Abgaben gestattet ist, einen Körper zu haben,
vel aurifodinarum vel argentifodinarum et salinarum.	oder denen der Gold – oder Silberbergwerke oder zur Salzgewinnung.
Item collegia Romae certa sunt, quorum corpus senatus consultis atque constitutionibus principalibus confirmatum est, veluti pistorum et quorundam aliorum, et naviculariorum, qui et in provinciis sunt.	Ebenso sind die Vereine Roms bestimmt, deren Körper durch Senatsbeschlüsse und Kaiserkonstitutionen bestätigt sind, wie zum Beispiel der der Bäcker und etlicher anderer und der der Reeder, die es auch in den Provinzen gibt.
Quibus autem permissum est corpus habere collegii societatis sive cuiusque alterius eorum nomine, proprium est ad exemplum rei publicae habere res communes, arcam communem et actorem sive syndicum, per quem tamquam in re publica, quod communiter agi fierique oporteat, agatur fiat.	Denen es aber gestattet ist, einen Körper zu haben unter dem Begriff eines Vereins, einer Gesellschaft oder irgend eines anderen von diesen, ist es eigen, nach dem Vorbild eines Gemeinwesens gemeinsame Gegenstände, eine gemeinsame Kasse und einen Geschäftsführer oder Syndicus zu haben, durch den, wie in einem Gemeinwesen, was gemeinsam erklärt oder getan werden muss, erklärt oder getan wird.“[6]

[5] Aktueller rechtsgeschichtlicher Überblick zum Ganzen bei Kaser/Knütel/Lohsse (2021: § 27) zu Körperschaften und Stiftungen, vgl. auch Kaser/Knütel/Lohsse (2021: § 54) zur Gesellschaft/societas und Gemeinschaft/communio; ausführlicher zu den Körperschaften *Kaser* (1971: § 72, 302–310) und zu deren weiterer Entwicklung seit dem 3. Jahrhundert *Kaser* (1975: § 214, 151–157).

[6] Gaius, Auszug aus dem Liber tertius ad edictum provinciale [= Dritten Buch des Kommentars zum Provinzialedikt], als Fragment überliefert im Corpus Iuris Civilis, Digesta, Buch 3, Titel 4, Fragment 1, deutsche Übersetzung von Andreas Groten (2015: 35).

Corpus habere bedeutet hier ein Personenverband sein, der unabhängig vom Wechsel der Mitglieder seine Identität behält, eine Organisation hat und als gestaltete Einheit nach außen hervortritt. Körperschaften waren in der römischen Welt vor allem der Staat und die Gemeinden (Kaser 1971: § 72 III und IV, 304–307; Kaser/Knütel/Lohsse 2021: § 27 Rn. 5–8). Da kam die Idee offenbar her. Aber sie wurde auch auf weitere Gebilde und zum Teil auf wirtschaftlich tätige Einheiten erstreckt. Von diesen Körperschaften jenseits des Staats und der Gemeinden handelt der Quellentext. Sie funktionieren nach dem Muster des Gemeinwesens („ad exemplum rei publicae"), wie es im letzten Absatz heißt. Die Körperschaft hat einen „syndicus", eine Art Gemeindevorsteher oder Bürgermeister, der sie nach außen vertritt und intern die Verwaltung führt. Und sie hat ein gemeinsames Vermögen, das vom Vermögen der Mitglieder getrennt ist.

Letzteres hat der römische Jurist Ulpian knapp 200 Jahre später noch einmal auf den Punkt gebracht. Dabei hatte er vor allem die öffentlichen Korporationen im Blick. Er bezeichnet die Körperschaft als „universitas", wörtlich das in Eins Gewendete, und sagt:

„Si	quid	universitati	debetur
Wenn	*etwas*	*der Körperschaft*	*geschuldet wird,*
singulis			non debetur,
den einzelnen Mitgliedern		*nicht*	*geschuldet wird es,*
nec	quod	debet	universitas
und nicht	*was*	*schuldet*	*die Körperschaft,*
singuli		debent."	
die einzelnen Mitglieder		*schulden sie es.*	

Also: „Was der Körperschaft geschuldet wird, wird nicht den Mitgliedern geschuldet, und was die Körperschaft schuldet, schulden nicht die Mitglieder."[7] Die Körperschaft ist ein eigenes Rechtssubjekt, gesondert von den Mitgliedern.

Was solche Körperschaften taten, und wie sie zu ihrem Status kamen, sagen die ersten Sätze des Quellentexts von Gaius. Körperschaften brauchen eine besondere staatliche Konzession durch Gesetz, Senatsbeschluss oder Kaisererlass. So etwas gibt es nur für ganz bestimmte Zwecke. Da sind zum einen die Gesellschaften der „vectigalium publicorum", also wörtlich die Gesellschaften der öffentlichen Abgaben oder genauer die Gesellschaften zu deren Eintreibung. Das waren die Steuerpachtgesellschaften, auch „societates publicanorum" genannt.[8] Sie trieben in einem bestimmten Gebiet die Steuern ein, mussten dem Staat ein bestimmtes Aufkommen garantieren oder sogar vorleisten und hatten am Ertrag teil. Solche Gesellschaften sind mit der Expansion der römischen Herrschaft seit dem späten 3. Jahrhundert vor Christus aufgekommen, weil damals der innere Staatsaufbau nicht mehr hinterherkam (Malmendier 2009: 1084–1085, 1091). Aber die Steuererhebung ist im Kern eine Staatsfunktion, und als der römische Staatsapparat mit der Zeit größer und besser organisiert wurde, hat er die Sache wieder selbst in die Hand genommen, und die societates publicanorum verschwanden (Malmendier 2002: 61 ff.; Malmendier 2009: 1090 ff., auch 1086–1087).

---

[7] Ulpian, Auszug aus dem Liber decimus ad edictum [= Zehnten Buch des Kommentars zum prätorischen Edikt], als Fragment überliefert in Corpus Iuris Civilis, Digesta, Buch 3, Titel 4, Fragment 7.

[8] Zu ihnen Malmendier (2002: 31 ff.); Malmendier (2009: 1077, 1079, 1086 ff.); Fleckner (2010: 145 ff.); ganz ausführlich Dufour (2012: 262–696); Überblick bei Szramkiewicz (1989: Rn. 38–39, 66–67).

Ein weiterer Fall von *corpus habere* waren nach dem Quellentext die Gesellschaften der „auri-fodinarum vel argentifodinarum et salinarum", also der Goldbergwerke sowie der Silber- und Salzbergwerke. Gold- und Silberbergwerke hatten bei der damalige Edelmetallwährung ungefähr eine Funktion wie heute eine Zentralbank und waren Angelegenheiten mit Bezug zum Gemeinwesen. Und Salz war ein Grundnahrungsmittel, dessen Bereitstellung ebenfalls ein öffentliches Anliegen war.

Schließlich nennt die Quelle als Körperschaften noch bestimmte *collegia* Roms, „wie zum Beispiel die der Bäcker und etlicher anderer und der Reeder, die es auch in den Provinzen gibt". Diese römischen Kollegien waren Vereinigungen von Personen desselben Berufsstands, die von den Kaisern als Kontroll- und Regulierungsinstanzen für öffentliche Belange in Dienst genommen wurden.[9] Das *collegium* der Bäcker in der Stadt Rom organisierte unter den Augen des Kaisers die Versorgung der Bevölkerung mit Getreide und später mit Brot, denn auch das zählte zu den staatlichen Aufgaben (Sirks 1991: 311 f.). Entsprechend sollte das *collegium* der Reeder und Schiffer die Versorgung Roms von See gewährleisten (Sirks 1991: 81 ff., 128 ff., 168 ff., 193 ff.). Der Staat konnte die Schiffer außerdem für Truppentransporte heranziehen, auch das lief über das *collegium*.

Die Gebilde, die nach römischem Recht eine körperschaftliche Verfassung hatten, waren nach alledem Gestaltungen, die nach heutigen Maßstäben zur öffentlichen Daseinsvorsorge gehören.[10] Zum Teil ging es sogar um klassische Staatsfunktionen, die mangels staatlicher Eigenressourcen zeitweise ausgelagert wurden. Auf der anderen Seite trat mit den römischen Steuerpachtgesellschaften auch schon die Möglichkeit zutage, mit Hilfe der Körperschaft privates Vermögen gebündelt für öffentliche Aufgaben zu mobilisieren und die Beitragenden daraus Gewinn ziehen zu lassen.[11]

2.2 Korporationen und Wirtschaft im Mittelalter

Als lange nach dem Ende des Römischen Reichs Europa seit dem hohen Mittelalter wieder hochkam, waren Körperschaften vor allem Elemente der Selbstorganisation und Selbstregulierung öffentlicher Einheiten unterhalb und außerhalb des Imperiums und der Landesherrschaften. Städte wurden als Körperschaften verfasst,[12] Universitäten und vor allem Gebilde der Kirche, die hier Vorreiter war.[13] Die Multipolarität des mittelalterlichen Europa mit seinen vielen autonomen Einheiten und Untereinheiten begünstigte die Körperschaft als Organisationsmodell.[14] Sie hatte große Vorteile gegenüber persönlichen Herrschaftsformen, denn diese waren viel mehr den Gefahren individueller Fehlentscheidungen ausgesetzt und unterlagen mit der Erbfolge einem störungsanfälligen Sukzessionsmechanismus. Die Körperschaft dagegen entpersonalisiert, verstetigt und reguliert Besitz und Herrschaft durch ihre Organisation. Sie hat nicht persönliche Eigenherrscher und Gewaltunterworfene, sondern

---

9 Überblick bei Szramkiewicz (1989: Rn. 85); vertiefend Kornemann (1900: v. a. Sp. 391 ff. 427 ff., 442 ff.); kurz Rostovtzeff (1957: Bd. II 607–608 note 22), auch Rostovtzeff (1957: Bd. I 159, 171).

10 Mit gleicher Tendenz Kaser (1971: § 72 und dort v. a. 303, 307, 309).

11 Malmendier (2009: 1077, 1089 f.) sieht deshalb in den societates publicanorum Vorläufer der heutigen Aktiengesellschaften; ähnliche Tendenzen schon bei Malmendier (2002); Szramkiewicz (1989: Rn. 66 und 68 a.E., auch Rn. 70). Skeptisch bis ablehnend Dufour (2012: 685 ff.); zurückhaltend auch Fleckner (2010: passim mit Zusammenfassung 35 ff.).

12 Überblick m.w.Nw. bei Mitteis/Lieberich (1992: Kap. 36 II 4).

13 Zu letzterem Kantorowicz (1957: 194 ff.); Berman (1983: 215 ff.).

14 Ebenso Harris (2020: 258 ff., 329, 368–369, auch 342).

Organwalter und Mitglieder, und sie besteht über die Zeit der Einzelnen hinaus. The corporation never dies.

Auch auf wirtschaftlichem Gebiet gab es im Mittelalter Korporationen, aber wieder nicht so sehr als Unternehmenskörperschaften, sondern als Regulierungs- und Selbstregulierungskörperschaften, so wie die Gilden der Kaufleute und die Zünfte der Handwerker.[15] Scharf trennen ließ sich das allerdings nicht immer. Da gab es zum Beispiel in England „Staples" für den Wollexport, der gesamtwirtschaftlich wichtig war. Ein Staple war ein zentrales Durchgangslager, wo die Wolle gestapelt wurde, und zugleich war es der Name für eine von der Krone mitgestaltete Regulierungskörperschaft der Kaufleute, die dort am Werk waren. Diese hatten im späten Mittelalter Monopolrechte zum Export von Wolle sowie das Recht und die Pflicht, hierauf für den König Zölle zu erheben, und der König zog die Staples immer wieder zu Darlehen heran.[16] Zum Teil wurden anscheinend sogar Geschäfte kollektiv durch den Staple abgewickelt, so dass dieser zu einer Art Unternehmenskörperschaft wurde.[17] Die Idee war wegweisend. Aber was sich da abzeichnete, war noch lange kein Privatunternehmen, sondern nach heutigen Maßstäben eine regulierte Unternehmung für öffentliche Zwecke.

Die Idee der Körperschaft und vollends der Wirtschaftskörperschaft war Europa und zuvor dem römischen Recht eigentümlich. Zwar gab es auch in alten außereuropäischen Zivilisationen zunft- und gildenartige Zusammenschlüsse, Stiftungen und aus Familien erwachsene Wirtschaftsorganisationen, die zum Teil nach *corpus habere* aussahen. Aber das wurde nicht als allgemeines Organisationsmodell ausgestaltet und als Rechtsidee formuliert. Und vor allem sind hieraus keine Unternehmenskörperschaften entstanden, sondern diese wurden erst seit dem späteren 19. Jahrhundert vom Westen übernommen.[18]

2.3 Kolonialgesellschaften der frühen Neuzeit

In Westeuropa kamen Unternehmenskörperschaften in großem Stil während des 17. und 18. Jahrhunderts in Gestalt von Handels- und Kolonialgesellschaften auf. Die größten und bekanntesten waren die 1600 gegründete englische East India Company und die Niederländische Ostindische Compagnie von 1602, aber es gab noch viel mehr.[19] Die Companies waren rechtsfähige Körperschaften und hatten ein Monopol für den Handel (oder was man

---

15 Hierzu aus gesamteuropäischer Sicht Thrupp (1963: 232 ff.) und mit globaler Perspektive Lucassen/De Moor/van Zandern (2008: insbes. 6 ff.).

16 Zum Ganzen Power (1941: 86–103); Postan (1987: 290 ff.).

17 Power (1941: 90, 99, 120); im gleichen Sinn Postan (1987: 292–293); vgl. auch Lloyd (1977: 284).

18 Überblick m.w.Nw. bei Davoudi/McKenna/Olegario (2018: 21, 26, 40); vertiefend Harris (2020: 331, 338 ff.) zur islamischen Welt, Harris (2020: 350 ff.) zu Indien, Harris (2020: 354 ff.) zum kaiserlichen China, zum Ganzen auch Harris (2020: 255). Siehe des Weiteren die Einzeldarstellungen in Wells (2018: 17 ff., 26–28) zum Osmanischen Reich, Wells (2018: 33 ff., 37–56) zu Indien, Wells (2018: 355 ff., 364–375) zum späten kaiserlichen China.

19 Gesamtdarstellung aus wirtschafts- und politikgeschichtlicher Sicht bei Coornaert (1967); Phillips/Sharman (2020: v. a. 32 f., 66 ff.). Rechtsgeschichtlicher Überblick bei Coing (1985: § 107 IV); Lehmann (1898: 51–67); Lehmann (1895: 26–88). Speziell zu England Harris (2000: 33, 39–59); ausführlich und für das ganze UK in der Zeit bis 1720 Scott (1910: 3–237). Zur englischen East India Company Harris (2020: 291 ff.); Lawson (1993); für die frühe Zeit bis 1640 Chaudhuri (1965: v. a.10–73, 207–223); für die Zeit bis 1720 Scott (1910: 89–206). Zur niederländischen Ostindischen Compagnie Harris

damals so nannte) mit einer bestimmten Region in Übersee. All das war durch staatlichen Hoheitsakt verfügt, nämlich durch königlichen Erlass (*Royal Charter*) oder ein auf die einzelne Company bezogenes Parlamentsgesetz (*Special Act of Parliament*), insoweit nicht grundsätzlich anders als bei den Körperschaften der römischen Antike.

Im Einzelnen gab es zwei Grundmodelle, nämlich die Regulierungskörperschaften (Regulated Companies) und die Unternehmenskörperschaften (Joint Stock Companies).[20] Die Regulated Companies waren wie eine Weiterentwicklung der Kaufmannsgilden, aber mehr staatlich von oben konstituiert. Die Geschäfte wurden nicht von der Company betrieben, sondern von den einzelnen Kaufleuten als Mitgliedern. Die Company eröffnete ihnen den Zugang zum monopolgeschützten Handelsraum und gewährte ihnen organisatorische und institutionelle Unterstützung in Gestalt von Hafenanlagen, Lagerhäusern, Dienstleistungen und politischer Einflussnahme. Regulated Companies kamen vor allem beim Handel mit anderen europäischen Ländern und dem Osmanischen Reich zum Einsatz.

Von anderer Art und Durchschlagkraft waren die Unternehmenskörperschaften oder, wie es in England hieß, Joint Stock Companies wie die beiden eingangs genannten East India Companies. Ein „stock" ist ein Warenvorrat und im weiteren Sinne ein Betriebsvermögen, und „joint" (zusammengefügt) war der Stock, weil er der Company und nicht den einzelnen Mitgliedern gehörte. Die Company und der Joint Stock waren anfangs nicht immer deckungsgleich. Es kam vor, dass nur ein Teil der Company-Mitglieder gemeinsam Schiffe mit Stock beluden und auf Fahrt schickten, um den Gewinn unter sich zu verteilen, und die übrigen Mitglieder sahen nur zu. Aber die Tendenz ging dahin, den Stock langfristig und dann für immer in der Company zu bündeln.[21] Innerhalb der Companies entschieden die Mitglieder über Grundlagenfragen. Die operativen Entscheidungen wurden dagegen von einem Exekutivgremium getroffen, das von den Mitgliedern gewählt wurde und seinerseits Manager für das laufende Geschäft ernannte.

In der englischen East India Company waren die Mitglieder weitgehend nach der Zahl ihrer Anteile gleichberechtigt (Harris 2020: 304 ff., auch 298 ff.), und die Anteile waren frei übertragbar, wobei allerdings der Anteilshandel bis ins späte 17. Jahrhundert bescheiden war (Harris 2020: 310 ff.). Demgegenüber gab es bei der niederländischen Ostindischen Compagnie zwei Klassen von Mitgliedern. Da waren zum einen um die 70 Hauptgesellschafter. Sie waren Handelsherren mit vererblichem Status, die in die Willensbildung der Compagnie eingebunden waren, und deren Anteile nicht gehandelt wurden. Daneben gab es eine große Schar von „Partizipanten", nach der Gründung fast 2000 an der Zahl, die anfangs nichts und

(2020: 275 ff.); de Vries / van der Woude (1997: 382 f., 429 ff.); Gaastra (1988); vor allem zum Wirken der Compagnie in Übersee van Goor (1994: 33 ff., 45 ff., 66 ff., 80–98, 101–117, 311ff.). Zu Frankreich Bonnassieux (1892: 181–424, auch schon 175 ff.); Rothweiler/Geyer (2007: Rn. 7–20); auch Lévy-Bruhl (1938: 42 ff., 180 ff.), aber nur kursorisch.

[20] Der Unterschied ist sehr klar und anschaulich herausgearbeitet bei Adam Smith (1776: Book V [Of the Revenue of the Sovereign or Commenwealth], Abschnitt I., Part III. Article I 2dly [Of the Public Works and Institutions for Facilitating particular Branches of Commerce], Absätze 5 ff. = Penguin Classics Edition 1999: 322 ff.); aus neuerer Zeit Harris (2000: 40–53).

[21] Lehmann (1895: 39 ff.); Harris (2020: 277 ff., 282–283) zur niederländischen Ostindien-Compagnie, die damit schon früh bei der Hand war; Harris (2020: 269 ff., 295 ff., 302 ff.) zur englischen East India Company, die das Modell erst später und schrittweise übernommen hat.

später fast nichts zu sagen hatten und nur vermögensmäßig beteiligt waren.[22] Deren Anteile wurden gehandelt, und zwar schon im 17. Jahrhundert in beachtlicher Menge (Harris 2020: 285 ff.). Die niederländische Compagnie hatte etwas von einer frühen Publikumsgesellschaft mit gestreutem Anteilsbesitz, und sie lässt auch schon erahnen, dass in solchen Gebilden der Streubesitz nicht als Steuerungsinstanz taugt.

Man hat die Kolonialgesellschaften oft als Vorläufer der heutigen Business Corporations und Aktiengesellschaften angesehen.[23] In der Tat waren von deren Attributen viele schon damals vorhanden: Die juristische Persönlichkeit, das delegierte und zentralisierte Management und mit der Zeit oft auch eine Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen.[24] Die Anteile an den Companies waren zudem übertragbar, wurden sogar gehandelt, und konnten auch von Personen erworben werden, die nicht im Geschäft tätig waren, sondern nur Geld investieren und an Gewinnausschüttungen teilhaben wollten. Das und vor allem die Kombination der Elemente war neu und ein bedeutender Schritt in Richtung einer Privatisierung der Körperschaft als Unternehmenskörperschaft.

Aber was die Kolonialgesellschaften trieben, war nicht privatwirtschaftliches Unternehmertum am Markt, sondern staatlich konzessionierter Raubkapitalismus, der mit der Zeit kolonialimperialistische Züge annahm. Zwischen den Kolonialmächten herrschte gerade auf See oft gewalttätige Konkurrenz. Handel und Piraterie unterschieden sich da nicht grundlegend. Und in den kolonialen Zielgebieten entwickelte sich der „Handel" mit zunehmender Präsenz der Compagnien dahin, die Einwohner auszuplündern, zu unterwerfen oder zu versklaven und ihre Zivilisationen schwer zu schädigen.

Während die Niederländer in Übersee von Anfang an mit harter Hand zuschlugen,[25] setzte die englische East India Company anfangs auf freien Austausch,[26] wie es auch die Gründungscharta von 1600 vorsah.[27] Aber die Krone hatte der Company die Körperschaftsrechte und das Monopol nicht in erster Linie verliehen, um die Kaufleute persönlich zu bereichern, sondern um Handel und Handelsüberschüsse ins Land zu holen und die maritime Präsenz des Landes zu stärken. Schon die Charter von 1661 ermächtigte die Company zur Ausübung kolonialer Hoheitsmacht.[28] Die Kolonialgesellschaften errichteten bewaffnete Stützpunkte, drangen von da ins Inland vor, übten Territorialherrschaft aus wie Staaten, mit Fahnen, Wappen, Gerichten und Verwaltungsstellen, und manche prägten sogar eigenes Münzgeld.

---

22 Harris (2020: 277 ff., 284), auch Harris (2020: 264–266) zur Vorgeschichte; Gaastra (1988: 10–12); de Vries / van der Woude (1997: 385). Das Grundmuster war damals auch in deutschen und skandinavischen Compagnien typisch, Cordes/Jahntz (2007: Rn. 37).

23 Lehmann (1895: 26 ff.); Carlos/Nicholas (1988) und (1996); auch Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1378). Viele weitere Stimmen dieser Art sind nachgewiesen bei Stern (2016: 426 ff.). Nicht ganz abgeneigt, aber letztlich skeptisch Cordes/Jahntz (2007: Rn. 23, 43). Ähnlich wie die eingangs Genannten im Grundgedanken Cooke (1950: 52–65), der den Companies vor allem einen privatnützigen Charakter zuspricht.

24 Lehmann (1895: 51–52); Lehmann (1898: 58). Im Einzelnen gab es hier allerdings Unterschiede; vgl. Harris (2000: 127–132) für England; für Frankreich Rothweiler/Geyer (2007: Rn. 15–16) und Lévy-Bruhl (1938: 50, 242 ff.).

25 Clulow (2014: 13 ff., 135 ff., 140 ff., auch 205 ff.); de Vries / van der Woude (1997: 386 f.); eher beschönigend van Goor (1994: 82 ff., 135 ff., 144 ff.).

26 Das betont Harris (2020: 317, auch 392).

27 Sie ist abgedruckt bei Shaw (1887: 1–15).

28 Ebenfalls abgedruckt bei Shaw (1887: 32–46, hier 44 f.).

Die Charters der Companies waren zudem widerruflich (Harris 2000: 137) und wurden oft nur auf Zeit gewährt, so dass sie immer wieder erneuert werden mussten (Cordes/Jahntz 2007: Rn. 31). Und das Monopol konnte nur mit staatlicher oder staatlich verliehener Macht durchgesetzt werden. Das nutzten die englischen Machthaber als Hebel für staatliche Einflussnahme (Bogart / Del Angel 2019: 2, 7, 10–12) und zogen die Companies zur Staatsfinanzierung heran.[29] Noch mehr war die niederländische Ostindische Compagnie Teil des politischen Systems.[30] Ihre Großaktionäre waren in provinziale Kammern eingeteilt, die zum öffentlichen Institutionengefüge der Niederlande gehörten, und die Leitungsorgane wurden mehr und mehr von der politischen Herrschaftsklasse beschickt (de Vries / van der Woude 1997: 441, 452 f.; auch Gaastra 1988: 10–11).

Die Companies waren nach alledem Instrumente staatlicher Kolonialpolitik mit privater Kapitalbeteiligung. Sie wollten zwar Gewinne für ihre Anteilsinhaber erzielen, beruhten aber nicht nur auf Verträgen, sondern wesentlich auf herrschaftlichen Privilegien. Sie hatten die Qualität von Hoheitsträgern und waren in einer Sphäre verortet, die nach heutigen Maßstäben eher zum öffentlichen Recht als zum Privatrecht gehören würde und damals eine aus beidem gemischte Sphäre war, die es im Verfassungsstaat nicht mehr gibt.[31]

Dass Kolonialgesellschaften und staatliche Strukturen zum Teil austauschbar waren, zeigt ein Vergleich mit den spanischen und portugiesischen Kolonialreichen. Dort betrieben die monarchischen Staaten ihren imperialen Raubhandel zwar oft mit Beteiligung von Kaufleuten, aber die Steuerung lag beim Staat. Wo es daneben konzessionierte Kolonialgesellschaften gab, waren sie eher wie Staatsorgane und sind nicht weit gediehen.[32] Auch in Frankreich, wo Kolonialgesellschaften eine größere Rolle spielten, waren sie weitgehend vom Staat initiiert, gelenkt und finanziert,[33] noch viel mehr als in England und in den Niederlanden (Bonnassieux 1892: 489). Ein französischer Rechtshistoriker hat sich in neuerer Zeit gewundert, dass die damaligen Gelehrten des Handelsrechts diese Gesellschaften nicht zum Ge-

---

[29] Harris (2000: 40 ff., 54–55, 62 ff., 119); ausführlich Sutherland (1962: 14–48); auch insoweit steht das Wesentliche schon bei Adam Smith (1776: wie Fn. 20, hier Absätze 26 ff. = Penguin Classics Edition 1999: 336 ff.).

[30] Hierzu und zum Folgenden; Harris (2020: 275–276, 280, ff., 284, 290, 320); Gaastra (1988: 10–11); de Vries / van der Woude (1997: 441 ff., 449 ff., auch 409 ff.); ebenso schon Lehmann (1895: 51–52, 64.

[31] Zur Staatsnähe und zum Charakter der Kolonialgesellschaften als öffentliche Institutionen bereits Adam Smith (1776: wie Fn. 20, hier Absätze 1 ff. = Penguin Classics Edition 1999: 320 ff.); aus neuerer Zeit Phillips/Sharman (2020: insbe1–3, 5, 7–10, 199 ff.). Speziell zur englischen East India Company Stern (2011); Stern (2016: 424–425, 431 ff.; auch Harris (2000: 39 ff.); Merkt (1996: 2 li. Sp.). Allgemein zur Bedeutung des See"handels" für den werdenden englischen Kolonialimperialismus Andrews (1984). Zur niederländischen Ostindien-Compagnie Clulow (2014: 12 ff., auch 265 Fn. 42) sowie die oben in Fn. 30 Angeführten. Vgl. zum Ganzen auch die anschließend in Fn. 32 ff. Genannten.

[32] Coornaert (1967: 224, 226, 228–234, 236, 262—3); auch Harris (2020: 234–248) zum portugiesischen Ostasien- Handel und Harris (2020: 325) zur bald wieder eingegangenen portugiesischen Ostindien-Kompagnie.

[33] Coornaert (1967: 226–228, 234–235, 238, 243, 246, 250, 261–262); Harris (2020: 326 f.); Lévy-Bruhl (1938: 44, 51, 71, 193, 195, 200, auch 43); Rothweiler/Geyer (2007: Rn. 10 f., 13, 16 f.). Siehe auch die vielen Episoden bei Bonnassieux (1892: 181 ff.).

genstand ihrer Werke gemacht haben (Lévy-Bruhl 1938: 42 f.). Aber das ist nicht verwunderlich, denn jene Gebilde waren aus damaliger Sicht keine Handelsgesellschaften, sondern öffentliche Einrichtungen.[34]

Es erstaunt nach alledem nicht, dass die Staatsfunktionen, die in den Kolonialgesellschaften teilprivatisiert worden waren, mit dem Ausbau und Wachstum der Staatsapparate wieder von diesen übernommen wurden,[35] zum Teil ähnlich wie bei den Steuerpachtgesellschaften im antiken Rom.[36] Die englische East India Company und ihre „Besitzungen" in Indien wurden seit dem späten 18. Jahrhundert immer mehr staatlicher Regulierung unterworfen, 1858 ging die Territorialherrschaft auf die Krone über, und 1874 wurde die Company aufgelöst. Ein ähnliches Schicksal hatte die niederländische Compagnie schon früher und plötzlicher ereilt. Nachdem die Französische Revolution das Land ergriffen hatte, stellte die provisorische Volksvertretung die Compagnie kurzerhand unter Staatsverwaltung (1795), erklärte sie bald darauf für aufgelöst (1799), und was übrigblieb, ging an den Staat.

2.4 Konzessionierte Gesellschaften zwischen Landesausbau und Kapitalismus

Neben der kolonialen Expansion gab es im 18. und frühen 19. Jahrhundert auch friedliche und binnenwirtschaftliche Wirkungsfelder für staatlich inkorporierte Unternehmen mit privat gehaltenen Anteilen.[37] Oft ging es dabei um Banken und Versicherungen[38] oder um Bergbau,[39] vereinzelt auch schon um Unternehmungen des verarbeitenden Gewerbes[40] und ins-

---

34 Ebenso Szramkiewicz (1989: Rn. 382). Vgl. zur deutschen Handelsrechtsgeschichte Cordes/Jahntz (2007: Rn. 7), wo es allerdings um Regulierungskörperschaften geht.

35 Zum Niedergang der Kolonialgesellschaften Phillips/Sharman (2020: 12 f., 109 ff.).

36 Vgl. oben bei Fn. 8.

37 Gesamtüberblick zu England und dem übrigen UK bei Harris (2000: 90–109); Hunt (1936: 10 ff.); vertiefend für die Zeit bis 1720 Scott (1910: 383–476); Scott (1911: 199–411); DuBois (1938: 135 ff. mit vielen Einzelnachweisen) und DuBois (1938: 473–495 mit Liste); Scott (1912: 461–481) mit Liste; Freeman/Pearson/Taylor (2012: 17) mit Branchen-Tabelle. Zu den USA Kuntz (2022: 669–671); Guenther (2020: 33–50); Seavoy (1982: 5 ff., 39 ff., 53 ff.); speziell zu Massachusetts ausführlich Dodd (1954: 201–266, 272–356 und 459–466 mit Aufschlüsselung nach Branchen). Zu Deutschland Reckendrees (2012: mit Tabellen 148–149); auch Reckendrees (2013: 72 ff.); Bösselmann (1939: 76 ff. und mit Tabellen 189 ff.). Zu Frankreich in der Zeit von 1807 bis 1867 Freedeman (1979) mit ausführlicher chronologischer Liste 145–197 und nach Branchen aufgeschlüsselten Tabellen 28 (für 1821–1833), 68 (für 1834–1846), 82 (für 1847–1859) und 117 (für 1860–1867).

38 Lehmann (1898: 60). Zu England Harris (2000: 55–56, 66–67, 100–109); Scott (1911: 199–411). Zu den USA Guenther (2019: 43–50); Seavoy (1982: 53 ff., 81 ff.). Zu Deutschland Bösselmann (1939: 78 ff., 81 ff., 190 ff., 199–200). Vgl. hierzu und zum Folgenden auch die weiteren soeben in Fn. 37 angesprochenen Listen, Tabellen und Branchen-Aufschlüsselungen.

39 Zum UK in der Zeit bis 1720 Scott (1910: 383–476). Zu Preußen Reckendrees (2012: 151, 157, 162 ff.); zu Deutschland insgesamt Bösselmann (1939: 89 ff., 194–195).

40 Zu England und dem übrigen UK für die Zeit bis 1720 Scott (1911: 61–195); für die anschließende Zeit vgl. die Einzelnachweise bei DuBois (1938: 34 ff., auch 135 ff.). Zu den USA Guenther (2019: 29, 47–48); Seavoy (1982: 63 ff.). Zu Deutschland Reckendrees (2012: 149 ff.); Reckendrees (2013: 72 ff.); Bösselmann (1939: 94, 196–197, 199–200).

besondere um den Bau und Betrieb von Kanälen, um Stadtwerke für die Wasser- und Gasversorgung und um andere kapitalintensive Infrastrukturprojekte.[41] Die Kapitalbeiträge kamen überwiegend von vermögenden Personen aus der örtlichen Gemeinschaft, und der Kreis der Teilhaber war meistens klein,[42] auch wenn die Anteile vereinzelt und im Laufe des 19. Jahrhunderts zunehmend überregional gehandelt wurden.[43]

Ein guter Teil dessen, was man auf Deutsch Landesausbau nennt, ist im 18. und frühen 19. Jahrhundert in England[44] und vor allem in dessen nordamerikanischen Kolonien und dann in den USA[45] so vonstattengegangen. Demgegenüber wurden öffentliche Infrastrukturprojekte in Ländern mit stärker ausgebauter Staatsgewalt, wie namentlich in Frankreich und Preußen, mehr von der öffentlichen Hand ins Werk gesetzt.[46] Jedenfalls war die Zahl der frühen Aktiengesellschaften auf dem europäischen Kontinent kleiner als in England und viel kleiner als in den USA.[47]

Die Verleihung von Körperschaftsrechten an Unternehmen setzte ein öffentliches Interesse voraus.[48] Solange die Inkorporation ein staatliches Privileg war, das individuell verliehen wurde, musste sie mit Gemeinwohlbelangen gerechtfertigt werden, wenn der Vorgang Ausdruck einer gerechten Herrschaft sein oder scheinen sollte. Die Begriffe des öffentlichen

---

41 Zu England und dem übrigen UK Harris (2000: 90–100); für die Zeit bis 1720 Scott (1911: 3–60). Zu den USA Kuntz (2022: 669–671); Guenther (2020: 22–23, 29, 33–43); Seavoy (1982: 5, 39 ff., 196 ff.). Zu Deutschland Reckendrees (2013: 72 ff.); Bösselmann (1939: 84 ff. und mit Tabellen 194, 199–200).

42 Zu England siehe Ireland (1996: 62 f., auch 48). Zu den USA und ihren kolonialen Vorläufern Guenther (2019: 35–36), 40, 42, 76, auch 30). Zu Deutschland Reckendrees (2012: 139, 160, 164, 166, 169); Reckendrees (2013: 71 ff.). Zu Frankreich A. Deutsch (2007: Rn. 22).

43 Siehe die Beispiele bei Harris (2000: 100, 119–127).

44 Vgl. dazu die Einzelbeispiele bei Harris (2000: 90–100); auch Hunt (1936: 10 f.).

45 Ausführliche Schilderungen bei Dodd (1954: 236–265 und 346–354); Guenther (2019: 33–43); Seavoy (1982: 5–6, 39 ff.); Handlin/Handlin (1945: 4–5).

46 Vgl. für Frankreich de Tocqueville (1840: Livre II, Chapitre V, Absatz 4 a.E.); „Überall wo man an der Spitze einer neuen Unternehmung in Frankreich die Regierung und in England einen Grandseigneur sieht, kann man davon ausgehen, dass man in den Vereinigten Staaten eine Vereinigung wahrnimmt“ (übersetzt vom Autor des vorliegenden Beitrags). Zur Krone als Haupttriebkraft der Modernisierung im Frankreich des Ancien régime Moore (1969: 109, auch 57). Zur großen Bedeutung der Krone für die wirtschaftliche Entwicklung in Frankreich im Vergleich zu England vgl. Nef (1940/1957: passim mit Zusammenfassung 5 ff., 149 ff.).

47 Zu Preußen Reckendrees (2013: 69–70) für die Zeit bis 1860/1870; Pahlow (2007-1: Rn. 77) für 1800 bis 1850 und vergleichend für die Zeit danach. Zur geringen Zahl von Aktiengesellschaften in Frankreich von 1808 bis 1867 Freedeman (1979: 145 ff.) und Lefebvre-Teillard (1991: 57). Zu den USA vgl. demgegenüber allein für den Staat New York die Zahlen bei Seavoy (1982: 67, 79 Fn. 25, 195) sowie für Neu-England mit Schwerpunkt Massachusetts die nach Branchen aufgeschlüsselte Liste bei Dodd (1954: 459–466).

48 Siehe aus damaliger Zeit Adam Smith (1776: wie Fn. 20, hier die fünf letzten Absätze = Penguin Classics Edition 1999: 344–345) sowie zu Preußen den bei Kuntz (2022: 666 zitierte Ministerialerlass vom 22.04.1845 zur Konzessionierung von Aktiengesellschaften. Rückblickend aus heutiger Zeit zu den USA Guenther (2020: 6, 8 ff.); Seavoy (1982: 5–6, 42, 46 ff., 50, 73–74, 76, 119, 256, 259–260); zu Preußen Baums (1981: 27–28).

Interesses und des Gemeinwohls sind unscharf, wandeln sich mit der Zeit, und vieles liegt im Auge des Betrachters.[49] Aber dass es so etwas wie öffentliche Belange und ein Gemeinwohl gibt, leuchtet jedem ein. Ein öffentliches Interesse kann auch an Unternehmen mit privaten Anteilen und daran bestehen, private Interessen für öffentliche Zwecke einzuspannen (Ciepley 2020: 5 f.). Bei Kanalbauten, Brücken und Stadtwerken war das sinnfällig. Man hat damals in Amerika solche und ähnliche privat finanzierte Infrastruktur-Corporations als eine Art öffentliche Unternehmen und als Beiträge zur örtlichen Gemeinschaft angesehen.[50]

Auch bei den Eisenbahnen, die seit den 1820er und 1830er Jahren zuerst in England und dann auch in Kontinentaleuropa und Nordamerika einen mächtigen Boom erlebten, spielte dieser Gedanke mit hinein. Die Eisenbahnen waren ein Game Changer. Sie waren die ersten binnenwirtschaftlichen privaten Großunternehmen mit einem durchstrukturierten Leitungs- und Verwaltungsapparat und haben die Welt verändert. Da ging es um Investitionen ganz anderer Größenordnung als bei einer Brücke, einer Mautstraße oder einem Kanal. Das konnte die öffentliche Hand damals nicht aufbringen, sondern dafür brauchte man Aktiengesellschaften als Kapitalsammelorganisationen, und zwar nicht als kleine lokale Gruppen von Investoren, sondern mit vielen Aktionären, einem funktionierenden Aktienmarkt, auf dem damals vor allem Aktien von Eisenbahngesellschaften gehandelt wurden, und einer verlässlichen Organisation.[51]

Demgegenüber war im gewerblichen Bereich bei der Inkorporation privater Unternehmen der Bezug zum Gemeinwohl nicht so eindeutig, und die staatlichen Stellen kamen hier im frühen und mittleren 19. Jahrhundert mit der Begründung ihrer Entscheidungen oft ziemlich ins Schlingern.[52] Es ging zum guten Teil darum, ob Wirtschaftsförderung ein staatliches Anliegen sein sollte, und wenn ja, was für Unternehmen hierfür durch die Verleihung von Körperschaftsrechten begünstigt werden sollten. Letzteres wurde mit der wachsenden Größe und Vielfalt der gewerblichen Wirtschaft immer schwerer zu beurteilen. Und auf der Grundlagenebene ging der Zeitgeist in den Einzugsgebieten der Industrialisierung seit etwa der Mitte des 19. Jahrhunderts zum Wirtschaftsliberalismus und zum Glauben an einen sich selbst regulierenden Markt.[53]

Unter industriellen Unternehmen waren allerdings Aktiengesellschaften anfangs selten. Diese Rechtsform war keine Voraussetzung für die Frühindustrialisierung (Reckendrees 2012: 137, 141, 143, 172). Industrieunternehmen blieben vielmehr vor allem in Europa bis

---

[49] Skeptisch gegenüber diesen Begriffen aus privatunternehmensrechtlicher Sicht daher Kuntz (2022: 665–667, auch 659–663).

[50] Das zeigen auf unterschiedliche Weisen Guenther (2019: 6, 23, 26 ff., 60, 62, 68); Handlin/Handlin (1945: 22–23); Seavoy (1982: 6, 41, 47–48, 256); Dodd (1954: 44, auch 240, 247, 265).

[51] Für die USA Chandler (1977: 81 ff.). Für England Hunt (1936: 101–102); speziell zum Verhältnis zwischen dem expandierenden Aktienmarkt und dem rechtlichen Verständnis vom Zuweisungsgehalt der Aktie siehe Ireland (1996: 62 ff.). Für Deutschland Pahlow (2007: Rn. 76, 77 a. E.); Bösselmann (1939: 86 ff., 199 ff.).

[52] Vgl. die Einzelfallschilderungen bei Reckendrees (2012: 144 ff., 159 ff.) zu Preußen und bei Harris (2000: 250 ff.) zu England. Zu Frankreich vgl. Freedeman (1979: wie unten Fn. 73).

[53] Statt vieler Polanyi (1944/1978: v. a. 187 ff., auch 19–21, 54–55, 68 ff., des Weiteren 162 ff., 177–178). Speziell mit Hinblick auf die Aktiengesellschaft und für Deutschland Lieder (2007: Rn. 9 f.).

weit in das 19. Jahrhundert hinein im Allgemeinen als Personenunternehmen verfasst, finanzierten sich aus einbehaltenen Gewinnen und waren sehr oft Familienunternehmen.[54] Es gab damals wohl auch keinen engen Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Aktiengesellschaft als Rechtsform;[55] jedenfalls waren eine ganze Reihe von Personenunternehmen größer als die damaligen Aktiengesellschaften.[56] Vorreiter mit der Inkorporation industrieller Unternehmen waren die USA,[57] wo es weniger etablierte Familienunternehmen gab und die Gründungsanforderungen schon früh gelockert wurden.[58]

Soweit in Europa die Aktiengesellschaft als Kapitalsammelorganisation eine Rolle spielte, wendeten sich industrielle Aktiengesellschaften bei der Ausgabe von Aktien gegen Einlagen bis in die Mitte des 19. Jahrhunderts noch kaum an ein breites Anlegerpublikum, sondern eher an ausgewählte vermögende Personen vor Ort. Diese stammten in Deutschland oft aus etablierten vorindustriellen Unternehmerfamilien und waren auf der Suche nach einer zukunftsweisenden, diversifizierten und haftungsfreien Investition mit Einbindung kompetenter externer Unternehmensleiter.[59] Hier hatte die Aktiengesellschaft als versachlichtes und arbeitsteiliges Kooperationsmodell Vorzüge gegenüber der Personengesellschaft als umfassender persönlicher Arbeits- und Haftungsgemeinschaft.

3 Die Privatisierung und der bleibende staatliche Kern der Business Corporation

3.1 Privatvertragliche Company-Nachbauten

Da an staatliche Konzessionen für Unternehmenskörperschaften nicht leicht heranzukommen war, haben vor allem in Großbritannien private Akteure im 18. und namentlich im frühen 19. Jahrhundert versucht, die Rechtsform der *incorporated company* vertraglich nachzubauen.[60] Gestaltungselemente dieser *unincorprated companies* waren die Personenhandelsgesellschaft (*partnership*) und die Treuhand (*trust*). Bei der partnership betreiben eigentlich mehrere Partner gemeinsam ein Geschäft (*carry on a business in common*[61]). Dies wurde bei den *unincorporated companies* vertraglich dahin abgewandelt, dass das Unternehmen formalrechtlich Treuhändern (*trustees*) gehörte, die es für Rechnung einer Gemeinschaft von Teilhabern (*shareholders*) führten. Die shareholders waren also mehr Investoren als Mitunternehmensinhaber.[62]

---

54 Kuntz (2022: 678–679). Vgl. aber zu Preußen in der Zeit von 1800 bis 1869 Reckendrees (2012: 138, 144 ff., 150 ff.), der aufzeigt, dass von den damaligen Aktiengesellschaften eine beachtliche Minderzahl in dieser oder jener Weise dem verarbeitenden Gewerbe zuzuordnen war.

55 Jedenfalls hat, soweit ersichtlich, noch niemand eine solchen Zusammenhang aufgezeigt. Wie oben im Text andeutungsweise Reckendrees (2012: 158, 170).

56 Reckendrees (2012: 158, 170) zum Rheinland in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts.

57 Reckendrees (2013: 69 ff.); vgl. auch Kuntz (2022: 667–671); Dodd (1954: 226–236, 310–326); Guenther (2019: 47–50, 56 ff.); Seavoy (1982: 63 ff., 194 ff.).

58 Zu letzterem siehe unten bei Fn. 79.

59 Eingehend Reckendrees (2012: 139, 160, 164–165, 169, 171–172).

60 Überblick hierzu und zum Folgenden bei Kuntz (2022: 671–674); Morley (2016: 2147, 2157–2162) zu England; Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1383–1386). Zu England vertiefend Harris (2000: 137–167); DuBois (1938: 215 ff.).

61 So hat es 1890 der UK Partnership Act kodifiziert (53 & 54 Vict c. 39), aber die Rechtsfigur ist uralt; Überblick bei Morse/Braithwaite (2020: Chapter 1.27, auch Chapter 1.09).

62 Zur rechtlichen Konstruktion der unincorporated companies Harris (2000: 139 ff.); Cooke (1950: 85–88); DuBois (1938: 216 ff., 220 ff.); Morley (2016: 2155–2156, 2193 ff.);

Dabei ging es ähnlich wie bei den *incorporated companies* oft um Infrastrukturprojekte und Versicherungen sowie vereinzelt um Unternehmungen des verarbeitenden Sektors,[63] und von den privaten Company-Nachbauten gab es am Ende wohl mindestens ebenso viele wie von der Originalversion.[64]

Spätere liberale Beobachter haben die *unincorporated companies* aus der Zeit um 1800 als Beleg dafür angesehen, dass man für Unternehmen gar keine staatliche Inkorporation braucht, und dass die Einzelnen es aus eigener Kraft vertraglich genauso gut oder besser können.[65] Aber das ist nicht richtig. Die privatvertraglichen Konstruktionen hatten gravierende Nachteile im Vergleich zur Business Corporation.[66] Sie waren nicht rechtsfähig, und das hatte weitreichende Folgen.[67] Bei einem Unternehmen, das einer Corporation gehört, kann man deren Organmitglieder auswechseln, ohne an der gegenständlichen Zuordnung des Unternehmensvermögens an die Corporation etwas zu ändern. Dagegen wird man einen Treuhänder viel schwerer los, und wenn man ihn auswechselt, muss das Treugut auf den neuen Treuhänder übertragen werden. Der Transaktionsaufwand ist daher bei der Unternehmenstreuhand viel größer.

Außerdem gab es bei den *unincorporated companies* keine gesicherte Haftungsbeschränkung.[68] Man konnte zwar eine persönliche Haftung der Teilhaber (*shareholders*) für Unternehmensschulden in Abrede stellen, weil die Teilhaber rechtstechnisch nicht Mitinhaber des Unternehmens waren, sondern nur mittelbare Investoren. Aber selbst dabei spielte das englische Recht in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts nicht mit (Morley 2016: 2176). Und vor allem standen dann die Treuhänder als formalrechtliche Unternehmensinhaber in der persönlichen Haftung (Morley 2016: 2175–2176). Dem konnte man zwar theoretisch durch Verträge mit den Geschäftspartnern vorbauen, aber praktisch war und ist das bei großen Unternehmungen nicht möglich.[69]

In Frankreich gab es ebenfalls privatvertragliche Ersatzbehelfe für inkorporierte Compagnien. Grundlage war die Kommanditgesellschaft, die in der *Ordonnance du commerce* von 1673 und später im *Code du commerce* von 1807 gesetzlich geregelt war. Sie war und ist ähnlich wie die englische *partnership* eine Personenhandelsgesellschaft, aber mit eigener Rechtszustän-

---

Freeman/Pearson/Taylor (2012: 56 ff.). Zum Treuhandaspekt Maitland (1936: 208 ff., auch 177 ff., 191 ff.).

63 Zu den verschiedenen Branchen Harris (2000: 100 ff., 166 Fn. 71, 170 ff.); DuBois (1938: 219, 222, 229 ff., 242 ff.).

64 Morley (2016: 2160); vgl. auch den Index of Companies bei DuBois (1938: 473–495); Freeman/Pearson/Taylor (2012: 2, auch 15); Anderson/Tollison (1983: 110 und Fn. 27, 35).

65 Kuntz (2022: 671–674); Morley (2016: 2145–2146, 2157–2161, auch 2166 ff.); Anderson/Tollison (1983: 107 ff., 112, 116); Handlin/Handlin (1945: 3, 5–8); Cooke (1950: 86 ff.); mit erheblichen Einschränkungen auch DuBois (1938: 216, 220 ff.). Mit gleicher Grundrichtung zum Trust-Gedanken Maitland (1936: 208 ff., auch 177 ff., 191 ff.).

66 Harris (2000: 137–138, 141–167, auch 8, 31). Bei *DuBois* (1938: 220 ff.) weist ebenfalls vieles in diese Richtung.

67 Harris (2000: 141–142, 144–147, 165). Einschränkend Morley (2016: 2184 ff.) mit Hinweis auf die Parteifähigkeit vor den englischen Equity-Gerichten.

68 Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1384–1385); Harris (2000: 8, 143, 154–155, 273); Freeman/Pearson/Taylor (2012: 189 ff., 241); Cooke (1950: 87). Im Grundsatz anders, doch stark relativierend Morley (2016: 2174 ff., 2196–2197).

69 Siehe unten bei Fn. 95.

digkeit und mit der Besonderheit, dass es nur einen einzigen persönlich haftenden und geschäftsführenden Gesellschafter geben muss, wohingegen die Haftung der anderen und nicht geschäftsführenden Gesellschafter (der Kommanditisten) auf eine bestimmte Einlage beschränkt ist. Waren nach dem Gesellschaftsvertrag die Kommanditanteile übertragbar, so hatte das Ganze etwas von einer Aktiengesellschaft. Solche Kommanditgesellschaften auf Aktien gab es in Frankreich gelegentlich seit dem späten 18. Jahrhundert[70] und sehr oft um die Mitte des 19. Jahrhunderts.[71] Aber dann musste einer persönlich voll einstehen, und ihn auszuwechseln war viel schwerer als der Austausch eines Organmitglieds in der Aktiengesellschaft. Die privatvertraglichen Nachbauten waren daher auch in Frankreich kein vollwertiger Ersatz für reguläre, staatlich verbriefte Unternehmenskorporationen.[72]

3.2 General Incorporation auf Grund allgemeiner Gesetze

Mit der staatlichen Einzelinkorporation von Unternehmen sind Frankreich und Deutschland bis weit ins 19. Jahrhundert nicht schlecht gefahren, obwohl immer mehr Unternehmen in die Rechtsform der Aktiengesellschaft drängten und sich die Genehmigungsverfahren oft hinzogen. In Frankreich hat der *Code de commerce* von 1807 erstmals Grundregeln für die Errichtung und Verfassung von Aktiengesellschaften gesetzlich festgeschrieben. Ergänzt wurde das Regelwerk durch Richtlinien des Innenministeriums und durch die Handhabung des *Conseil d'État*, der als oberste Verwaltungsspruchkammer über die Zulassung solcher Gesellschaften mitentschied.[73] So musste man nicht mehr für jedes einzelne Aktienunternehmen alles maßfertigen, die Vorgänge wurden berechenbarer, und über die Zeit bildete sich in Frankreich ein Reglement heraus, das Modellwirkung für ganz Kontinentaleuropa hatte (A. Deutsch 2007: Rn. 82 ff.). Daran orientierte sich auch das preußische Aktiengesetz von 1843, das viel mehr ins Detail ging als der *Code de commerce*[74] und für seine Zeit ein legislatorisches Meisterwerk war; wichtige Stellen des heutigen deutschen Aktiengesetzes kommen immer noch von dort.

---

[70] Szramkiewicz (1989: Rn. 383 ff.); Lévy-Bruhl (1938: 45 ff., 71, 180, 243–244); allgemein zu privaten Handelsgesellschaften mit übertragbaren Kapitalanteilen Lévy-Bruhl (1938: 46, 48–49, 51, 180). Beide Autoren erwähnen darüber hinaus Fälle, in denen nach den Gesellschaftsstatuten eine persönliche Haftung aller Gesellschafter ausgeschlossen sein sollte; siehe Szramkiewicz (1989: Rn. 390) sowie Lévy-Bruhl (1938: 247, auch 32 f.); ebenso Rothweiler/Geyer (2007: Rn. 21, 24.). Ob das indessen bei nicht konzessionierten Gesellschaften im Streitfall einer gerichtlichen Überprüfung standgehalten hätte, ist fraglich, vgl. unten bei Fn. 95. Die Möglichkeit für solche Gestaltungen endete jedenfalls mit dem Code de commerce von 1807, weil es nach dessen Art. 23 in anderen Gesellschaften als Aktiengesellschaften mindestens einen persönlich haftenden Gesellschafter geben musste.

[71] Freedeman (1979: 5, 11 ff., 47 ff., 101 ff.); Lefebvre-Teillard (1991: 56, 63–68). Der Code de commerce von 1807 ließ das in Art. 38 ausdrücklich zu.

[72] Anders Lamoreaux/Rosenthal (2005: 33–24, 40).

[73] Hierzu und zu den Hauptanliegen der staatlichen Stellen siehe A. Deutsch (2007: Rn. 6, 24 ff., 32, 56 ff., 70 ff.); Lefebvre-Teillard (1991: 56–62); Freedeman (1979: 15 ff., 19 ff., 35 ff., 123 ff.).

[74] Gesetz über die Aktiengesellschaften, vom 9.11.1843, Gesetz-Sammlung für die Königlichen Preußischen Staaten, 1843, Nr. 31, 341–346, neue Textausgabe von Baums (1981).

Anders lag es in England.[75] Hier hatte sich im 18. Jahrhundert mit der Parlamentarisierung die Inkorporations-Zuständigkeit von der Krone auf das Parlament verlagert (Harris 2000: 53, 113, 284). Das komplizierte parlamentarische Verfahren, das für die Gesetzgebung und die Kontrolle der Regierung gemacht ist, eignete sich jedoch schlecht für Entscheidungen, ob geschäftliche Unternehmungen eine körperschaftliche Verfassung verdienten. Am Ende ging es oft nur darum, wer die meisten Abgeordneten für sein Inkorporationsvorhaben und gegen die Vorhaben von Konkurrenten mobilisieren konnte.[76]

Davon wollte man loskommen, und so war das United Kingdom das erste Land, in dem die Inkorporation von Unternehmen freigegeben wurde. Das geschah durch den Joint Stock Companies Act von 1844.[77] Hiernach musste nicht mehr jede einzelne Company durch ein Spezialgesetz inkorporiert werden, sondern die Voraussetzungen für die Inkorporation waren abstrakt durch den Act als allgemeines Gesetz vorgegeben. Waren dessen Anforderungen an die Errichtung, Verfassung und Kapitalstruktur der Gesellschaft erfüllt und die Gründungsdokumente korrekt ausgefertigt, konnte sich die Gesellschaft bei einer staatlichen Stelle registrieren lassen, musste dort die Dokumente zur öffentlichen Einsicht hinterlegen, und mit der Registrierung wurde sie zur Unternehmenskorporation. Das betraf allerdings zunächst nur die Rechtsfähigkeit und die körperschaftliche Struktur. Die Möglichkeit der Haftungsbeschränkung schuf erst der *Limited Liability Act* von 1855.[78]

Dieses Modell hat sich in kurzer Zeit weltweit durchgesetzt und gilt bis heute fort. Dabei waren einzelne Bundesstaaten der USA sogar zum Teil noch schneller als das vormalige Mutterland. Der größte Teil Deutschlands zog demgegenüber 1870 eher spät nach.[79] Das Modell

---

75 Hierzu und zum Folgenden Harris (2000: 202–203, 207–211, 254 ff., 271–272, auch 173 ff., 193 ff., 252, 287).

76 Ausführlich Harris (2000: 254–256, 262–264, 267, auch 95 ff., 105–106, 110, 135–136, 178, 180).

77 An Act for the Registration, Incorporation and Regulation of Joint Stock Companies, vom 5. 9. 1844, 7 & 8 Vict. C. 110 [d. h. das 110. Gesetz der Sitzungsperiode des Parlaments, welche das 7. und 8. Herrschaftsjahr von Königin Victoria abdeckte]. Zur Entstehungsgeschichte *Harris* (2000): 279 ff., auch 256 ff., 274 ff.

78 An Act for Limiting the Liability of Members of Certain Joint Stock Companies, 18 & 19 Vict. C. 133. Dieses Gesetz und der Joint Stock Companies Act von 1844 wurden dann zusammengefasst im Act for the Incorporation and Regulation of Joint Stock Companies, and other Associations (Joint Stock Companies Act 1856), vom 14.7.1856, 19 & 20 Vict. c. 47. Danach gab es alle paar Jahrzehnte einen neuen Companies Act, der zugleich das meiste Alte fortschrieb.

79 Überblick zu den USA bei Berle/Means (1932: 126–127) sowie aus neuerer Zeit bei Guenther (2019: 66) m.w.Nw. und bei Merkt (1996: 4–5); vgl. auch die Gesetzgebungsliste bei Dodd (1954: 472–482). Für Preußen und den Großteil des übrigen Deutschlands kam die Wende mit dem Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 11.6.1870, Bundes-Gesetzblatt des Norddeutschen Bundes 1870, Nr. 21, 375–386, betr. die Änderung der aktienrechtlichen Bestimmungen des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs (ADHGB) von 1861/1869. In Frankreich wurde die Gründung von Gesellschaften mit einem Kapital von weniger als 20 Mio. Francs freigegeben durch die Loi sur les Sociétés à responsabilité limitée vom 23.5.1863, Bulletin des lois de l'empire français, XI. série, Nr. 1119 (Gesetz Nr. 11,296), Bd. 21 (1. Halbjahr 1863), 933–939; das wurde dann auf alle Aktiengesellschaften ausgedehnt mit der *Loi sur les Sociétés* vom 24. 7. 1867, Bulletin des lois de l'empire français, XI. série, Nr. 1513 (Gesetz Nr. 15,328), Bd. 30 (2. Halbjahr 1867), 94–106.

wird in Deutschland als Gründungsfreiheit und in der angloamerikanischen Welt als *general incorporation* bezeichnet, weil die Körperschaftsrechte jetzt in allgemeinen Gesetzen verankert und frei zugänglich sind. Aber die Rechte werden nach wie vor staatlich verliehen. Die Business Corporation oder Aktiengesellschaft entsteht durch einen privaten Gründungsvertrag und durch die Eintragung in einem staatlichen Register, wenn die gesetzlichen Anforderungen an den Gründungshergang und an die Kapital- und Organisationsverfassung der Gesellschaft erfüllt sind. Das Gesetz ist wie eine große Muster-Charter für alle Business Corporations. Das Neue liegt vor allem darin, dass die Gründer nach Maßgabe des Gesetzes ein Anrecht auf Registrierung haben, und dass die Registerstelle nicht mehr wie früher das Parlament oder der König prüft, ob die einzelne Unternehmung nach ihrem Gegenstand einer Inkorporation würdig ist.[80]

Zu den Unternehmenskorporationen, die auf dieser neuen Grundlage entstanden, gehörten anfangs weiterhin Infrastruktur- und Versorgungsunternehmen, außerdem vor allem Banken und Versicherungen sowie Bergwerke und Unternehmen der Eisen- und Stahlerzeugung, manchmal auch Unternehmen der Nahrungsmittelwirtschaft, andere Industrieunternehmen dagegen zunächst vergleichsweise selten.[81] Der britische Joint Stock Companies Act von 1844 galt außerdem nicht für Eisenbahngesellschaften, obwohl diese seit den 1830er Jahren zahlreich und wirtschaftlich wichtig waren. Aber für den Streckenbau musste Land erworben und notfalls enteignet werden, und das ging damals in England nur durch Parlamentsgesetz. So blieben dort die Eisenbahngesellschaften weiter auf eine spezialgesetzliche Inkorporation angewiesen (Harris 2000: 282).

Die Gründungsfreiheit oder general incorporation hat dem Durchbruch der Aktiengesellschaft als wichtigster Rechtsform für Großunternehmen im späteren 19. Jahrhundert den Weg bereitet. Seit damals wurden auch immer mehr große Industrieunternehmen in die Rechtsform der Aktiengesellschaft überführt oder in dieser Gestalt neu gegründet, und zwar auch in Kontinentaleuropa.[82] Die Industrialisierung kam hier später als in England und mehr schubweise ab der Mitte des 19. Jahrhunderts. Um konkurrenzfähig zu sein, mussten die neuen Industrieunternehmen in kurzer Zeit große Anlagen errichten, und dafür bot sich die Außenfinanzierung durch Aktienemissionen unter Mitwirkung von Banken an.[83] Anders als für die Frühindustrialisierung[84] war die Aktiengesellschaft als Unternehmensform für die Hochindustrialisierung während der zweiten Hälfte des 19 Jahrhunderts wichtig.[85] Allerdings blieb die Zahl der Aktiengesellschaften in Kontinentaleuropa immer noch weit hinter den USA und dem Vereinigten Königreich zurück.[86]

---

80 Ähnlich Lieder (2007: Rn. 15).

81 Zu Frankreich Freedeman (1991: 19–20). Zu den USA Lamoreaux/Rosenthal (2005: 37, auch 33).

82 Siehe zu Frankreich wiederum Freedeman (1991: 19–20).

83 Vgl. Gerschenkron (1962: 10–11); auch Gerschenkron (1968: 137–138). Zur Rolle der Banken bei der Industrialisierung des Rheinlands Reckendrees (2012: 147, 166, 169, 173); mit Blick auf Preußen und Deutschland insgesamt Reckendrees (2013: 68 ff.).

84 Vgl. oben nach Fn. 53.

85 Zu Deutschland Pahlow (2007-1: Rn. 73, 75–77, 97); Pahlow (2007-2: Rn. 37), vgl. auch Pahlow (2007-2: Rn. 33–34 und 45) zum Einfluss der Industrie- und Unternehmerverbände auf die Aktiengesetzgebung Ende des 19. Jahrhunderts.

86 Vergleichende Zahlen für das UK, Frankreich und Deutschland bei Freedeman (1991: 21–22); zur früheren Zeit vgl. oben bei Fn. 47. Vergleich USA – Frankreich bei Lamoreaux/Rosenthal (2005: 32).

3.3 Organisations- und Kapitalverfassung von Business Corporations

Die Gesetze, die den Business Corporations die Gestalt vorgaben, unterschieden sich von Land zu Land. Aber es gab Grundmuster, die sich im 19. Jahrhundert herausgebildet haben[87] und in den Hauptlinien bis heute fortbestehen.[88] Dazu gehören die Rechtsfähigkeit, die Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen, die übertragbaren Anteile und die Trennung von Anteilsbesitz und Unternehmensführung. Die Befugnisse zur Leitung und Vertretung der Gesellschaft entspringen nicht dem Anteilseigentum, sondern liegen in den Händen besonderer Amtsträger, die aber natürlich auch Anteile halten können.

Im Einzelnen gibt es zwei Verfassungsmodelle. In der anglo-amerikanischen Welt, den romanischen Ländern und meistens auch sonst besteht ein einheitliches Leitungsorgan, ein *board of directors* oder *conseil d'administration* oder Verwaltungsrat, der von den Anteilsinhabern gewählt wird. Er kann das Management selbst in die Hand nehmen, oder für das operative Geschäft externe Manager ernennen und sich die Oberaufsicht und die strategische Gesamtleitung vorbehalten. Oder einzelne Mitglieder des Exekutivrats übernehmen zugleich operative Managementaufgaben, und die anderen begnügen sich mit der Gesamtstrategie und der Überwachung des Managements.

In Deutschland und Österreich und vereinzelt auch in anderen Ländern sind demgegenüber die Organfunktionen stärker getrennt. Die Aktionäre wählen einen Aufsichtsrat, und dieser ernennt die Mitglieder des Vorstands. Der Vorstand leitet die Gesellschaft, und der

---

87 Siehe für Deutschland Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch in der Fassung des Gesetzes vom 11.06.1870 (vgl. Fn. 79), aktienrechtliche Bestimmungen abgedruckt bei Schubert/Hommelhoff (1985: 107–132) sowie bei Schubert (2017: 165–179). Für Frankreich Loi sur les Sociétés von 1867 (Fn. 79 a.E.). Für England und das übrige UK siehe den Companies Act 1862 oder, wie die genaue Bezeichnung lautet, An Act for the Incorporation, Regulation and Winding-up of Trading Companies, and other Associations (Companies Act), vom 7.8.1862, 25 & 26 Vict. c. 89.

88 Siehe hierzu folgende Regelwerke, die seit ihrem Erlass immer wieder geändert wurden und in ihrer aktuellen Form im Internet zu finden sind: Für die EU Richtlinie (EU) 2017/1132 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ursprünglich vom 14.6.2017; für Deutschland Aktiengesetz (AktG) vom 1965; für Frankreich Code de Commerce in der Neufassung von 2000, mit aktienrechtlichen Regeln in Art. L224-1–L225–270, die auf die allgemeinen Regeln für Handelsgesellschaften in Art. L210–L210-12 aufbauen; für das United Kingdom Companies Act 2006 (UK Public General Acts 2006 c. 46); für China Company Law vom 29.12.1993; für Indien Companies Act 2013; für Italien Codice Civile von 1942, dessen Art. 2325–2461 zur Aktiengesellschaft auf die allgemeinen Regeln für Gesellschaften in Art. 2247–2250 und Art. 2484 ff. aufbauen; für die Schweiz Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) Art. 620–771. In den USA hat jeder Bundesstaat seinen eigenen General Corporation Act oder Business Corporation Act, aber es gibt auf Bundesebene einen Gesetzesvorschlag der American Bar Association mit dem Titel Model Business Corporation Act 1984, dem viele der einzelstaatlichen Gesetze weitgehend entsprechen. Überblicke zu diesen und vielen weiteren Rechtsordnungen geben die Länderberichte in der International Encyclopaedia of Laws, Reihe Corporations and Partnerships, 7 Bde. und 2 Ergänzungsbde., hrsg. v. K. Geens, Alphen aan den Rijn, NL, Wolters Kluwer, Loseblatt-Slg., 1991 ff. mit laufenden Erneuerungen.

Aufsichtsrat überwacht die Geschäftsführung des Vorstands.[89] Im Folgenden wird von all diesen Organmitgliedern vereinheitlichend als Unternehmensleitern, Geschäftsleitern oder Unternehmensführern gesprochen.

Die Anteilsinhaber üben ihre Rechte in jährlichen Versammlungen aus. Sie wählen die *directors, administrateurs* oder Aufsichtsratsmitglieder und entscheiden über Änderungen der Satzung und andere Strukturmaßnahmen. Aber sie können nicht die Geschäftsleitung übernehmen und die Gesellschaft nach außen vertreten.

Als Gegenkraft zur Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen nehmen die Gesetze die Aktionäre für die Vermögensausstattung der Gesellschaft in die Pflicht, damit diese möglichst ein sicherer Partner für andere ist. Die Aktionäre müssen Geld oder Güter mit messbarem Geldwert als Einlagen in die Gesellschaft einbringen. Und sie dürfen nicht beliebig Vermögen aus der Gesellschaft entnehmen, sondern in Höhe des Werts der Einlagen ist das Gesellschaftsvermögen gegen Entnahmen gesperrt, und die Gesellschaft darf nur Gewinne oberhalb des Einlagenpegels ausschütten. Diese Gebote der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung sind in den europäischen Rechten stark ausgeprägt, wohingegen das amerikanische Recht mehr auf informationelle Offenlegung und auf die Idee setzt, dass Ausschüttungen an die Aktionäre die Gesellschaft nicht in die Insolvenz treiben dürfen.[90]

3.4 Weshalb weiterhin viel Staat in der Business Corporation steckt

Mit dem Übergang zur Gründungsfreiheit und *general incorporation* seit der Mitte des 19. Jahrhunderts ist die frühere Anbindung der Unternehmensinkorporation an das Gemeinwohl[91] weggefallen. Business Corporations stehen seitdem viel mehr im Dienst privaten Gewinnstrebens und sind marktorientierter geworden,[92] so wie sich insgesamt die kapitalistische Wirtschaft aus der Gesamtordnung des menschlichen Zusammenlebens herausdifferenziert hat und zum beherrschenden Strukturprinzip geworden ist (Polanyi 1944/1978: insbes. 71 ff., 88–89, 105 ff., 162–163, 182, vgl. auch 54–55, 68 ff., 101, 103 ff., 157–158).

Doch wenn man genau hinsieht, steckt immer noch viel Staat in der Business Corporation. Ihre beiden Kernelemente, nämlich die Rechtsfähigkeit und die Haftungsbeschränkung, sind nicht das vertragliche Werk privater Einzelner, sondern Gehalte des Rechts als Ordnung des verfassten Gemeinwesens. Die einzelnen Menschen können zwar vertraglich eine Gesellschaft als Kooperationsverhältnis ins Werk setzen, aber sie können ihr nicht aus eigener Kraft Rechtspersönlichkeit verleihen, sondern sie brauchen hierfür ein staatliches Gesetz oder jedenfalls eine hoheitlich verbürgte Rechtssetzung oder Rechtsgeltung.[93] Eine Körperschaft im Rechtssinn entsteht nicht nur aus dem Inneren der Gruppe, sondern hängt von der Anerkennung durch die Gesamtgesellschaft ab (Berman 1983: 220).

---

89 Zur Entstehung dieses Systems sowie zur Vorgeschichte und zu den historischen Übergangsformen Hopt (1979: 228 ff.); Lieder (2006: 47 ff., 93 ff.); Lieder (2007: Rn. 69 ff., auch Rn. 17); Pahlow (2007-1: Rn. 66 ff.).

90 Siehe zum Ganzen Bezzenberger (2005: 16 ff., 159 ff.).

91 Vgl. oben bei Fn. 48 f.

92 Das betonen auch Guenther (2019: 1, 5, 7–8, 54 ff.); Davoudi/McKenna/Olegario (2018: 17–18, 34–35, 39).

93 Ebenso v. Gierke (1887: 21–22); Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1340–1343, auch 1338, 14019; Pistor (2019: 559; Ciepley (2020: 8, 11–12, auch 7 Fn. 5 a.E.); Bauermeister/Grobe (2022: 774 f., auch 764, 779).

Auch die Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen und der Ausschluss der persönlichen Gesellschafterhaftung können nur durch das Recht in Geltung gesetzt werden.[94] Die Gesellschafter können nicht untereinander vereinbaren, dass gemeinschaftliche Schulden nur zu bezahlen sind, wenn gerade Geld in der Gemeinschaftskasse ist.[95] Das wäre ein Vertrag zulasten Dritter, nämlich der Gläubiger, und unwirksam. Vertraglich könnte eine Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen nur mit jedem einzelnen Gläubiger vereinbart werden. Das wäre jedoch in den allermeisten Branchen extrem umständlich und bei großen Unternehmen praktisch unmöglich. Vertragliche Haftungsbeschränkungen wirken außerdem nicht gegen unfreiwillige Gläubiger wie zum Beispiel Unfallgeschädigte, so dass ohne eine Haftungsbeschränkung durch Gesetz immer Einfallstore für eine persönliche Gesellschafterhaftung bleiben würden.

Die Rechtsfähigkeit und die Haftungsbeschränkung, die nur das Recht als Ordnung der Gemeinschaft hervorbringen kann, sind nicht bloßes Beiwerk, sondern Wesenskerne und Daseinsvoraussetzung der Business Corporation. Die Rechtsfähigkeit zentralisiert die Vermögenszuordnung und die Außenbeziehungen der Unternehmung in der Gesellschaft als synthetischem Rechtssubjekt. Das vereinfacht den Rechtsverkehr enorm, vor allem bei unternehmenstragenden Gesellschaften mit ihrer Massenproduktion von Rechtsgeschäften und bei formalisierten Verfahren wie im Prozess. Sonst gäbe es bei gemeinschaftlichen Unternehmungen so viele Außenrechtsbeziehungen, wie es Teilhaber gibt, und das ließe sich ab einer bestimmten Zahl nicht mehr koordinieren. Die Zentralisierung der Vermögenszuständigkeit in der Gesellschaft verhindert zudem, dass Privatgläubiger von Gesellschaftern auf das Gesellschaftsvermögen zugreifen. Das Vermögen gehört ja nicht den Gesellschaftern, sondern der Gesellschaft. Das ist vor allem für unternehmenstragende Gesellschaften ein sehr wichtiger Stabilisator (Hansmann/Kraakman/Squire 2006: 1337–1338, 1343–1356).

Die Haftungsbeschränkung der Anteilseigner ist ebenfalls eine Daseinsvoraussetzung für große kollektive Unternehmen mit Kapitalsammelfunktion und delegiertem Management.[96] Wenn die Anteilseigner von der Leitung des Unternehmens ausgeschlossen sind, kann man sie für dessen Verbindlichkeiten schlecht mit ihrem Privatvermögen haften lassen. Investoren könnten bei persönlicher Haftung ihre Mittel auch kaum auf verschiedene Gesellschaften streuen, weil jedes neue finanzielle Engagement mit weiteren unbegrenzten Haftungsrisiken einhergehen würde, und am Ende wäre das nicht mehr zu überblicken. Die Aktien hätten unter den Bedingungen einer persönlichen Haftung der Aktionäre auch keinen einheitlichen Wert und könnten nicht an einem standardisieren Markt gehandelt werden. Die Gesellschaftsgläubiger würden ja in erster Linie die reichsten Aktionäre in die Haftung nehmen, so dass für sie das Risiko größer und die Aktien weniger wert wären als für die anderen.[97]

Die Business Corporation verdankt nach alledem ihr Dasein dem Staat und seinem Recht. Selbst in den USA, wo der Kult des freien Marktes stark ist, hat der oberste Gerichtshof das

---

[94] Hierzu und zum Folgenden T. Bezzenberger (2005: 85 ff.). Anders Easterbrook/Fischel (1991: 40–41); Hansmann/Kraakman/Squire (2006: 1341, 1338–1339, mit gegenläufiger Tendenz aber 1385); Anderson/Tollison (1983: 111, 114 ff.); Davoudi/McKenna/Olegario (2018: 40); wohl auch Szramkiewicz (1989: Rn. 390, ferner Rn. 70 a.E.).

[95] So in Deutschland explizit § 721 Satz 2 des Bürgerlichen Gesetzbuchs und § 126 Satz 2 des Handelsgesetzbuchs.

[96] So schon Adam Smith (1776: wie Fn. 20, hier Absatz 18 = Penguin Classics Edition 1999: 330 ff.).

[97] Zum Ganzen Easterbrook/Fischel (1985: 94 ff.). Zusammenfassend Easterbrook/Fischel (1991: 41 ff.); T. Bezzenberger (2005: 81–82, 84).

mehrfach ausgesprochen.[98] Es ist schon erstaunlich, dass diese Erkenntnis in Europa so oft vergessen wird.

4 Aufstieg und Herrschaft der Manager

4.1 Das Auseinanderdriften von Anteilseigentum und Unternehmenskontrolle

Im späteren 19. Jahrhundert hat sich die Aktiengesellschaft als dominante Rechtsform der Großindustrie und des Bergbaus durchgesetzt, und auch viele Banken und Versorgungsunternehmen wurden jetzt als Aktiengesellschaften verfasst. Hinzu kamen die Eisenbahnen (die aber später meistens verstaatlicht wurden) und in den USA die Erdölunternehmen. Zahl und Größe der Aktiengesellschaften nahmen überall stark zu. Sie waren anders als Personenunternehmen für ihr Wachstum nicht auf eine Innenfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen angewiesen, sondern konnten durch die Emission von Aktien Einlagekapital von außen aufnehmen. So wurde Kapital beschleunigt dahin geleitet, wo Wachstum stattfand und Gewinne winkten.

Vor allem in den USA waren um die Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert viele dieser großen Aktienunternehmen von einzelnen Tycoons ins Werk gesetzt, welche die Kapitalaufbringung organisierten und selbst die Führung übernahmen. Daneben spielten besonders in Amerika und in Deutschland Banken und in den USA auch einzelne Finanzmagnaten eine wichtige Rolle. Sie platzierten als Emissionshäuser die Aktien an der Börse oder en bloc bei großen Investoren, zeichneten aber auch selbst Aktien und hielten oft große Anteile an bedeutenden Nichtfinanzunternehmen.[99]

Doch in den 1920er Jahren gab es in den USA und zum Teil auch in Großbritannien einen grundlegenden Wandel der Anteilseignerstruktur. Die Blockbeteiligungen der Gründer und Finanzmagnaten schwanden dahin, und um das Jahr 1930 waren die meisten großen börsennotierten amerikanischen Aktiengesellschaften im fragmentierten Streubesitz privater Kapitalanleger. Die großen amerikanischen Aktienunternehmen waren im frühen 20. Jahrhundert so sehr und so schnell gewachsen, dass die Oligarchen nicht mehr mithalten konnten und ihre Beteiligungsquoten immer kleiner wurden. Auf der anderen Seite entstanden in den Mittelschichten Ersparnisse und eine Bereitschaft für Investitionen in Aktien.[100] Die meisten Kapitalanleger verteilten außerdem ihre Mittel auf Aktien verschiedener Gesellschaften. In großen börsennotierten Publikumsgesellschaften war eine Beteiligung im niedrigen einstelligen Prozentbereich schon sehr groß (Berle/Means 1932: 47 ff.; Larner 1966: 780 ff.). So ist es bis lange nach dem Zweiten Weltkrieg weitergegangen.

Das hatte Folgen für die Steuerung und die Strategie der großen Aktienunternehmen. Anteilseigentum und Unternehmenskontrolle drifteten auseinander.[101] Bei fragmentiertem Anteilsbesitz war es für die Aktionäre schwer bis unmöglich, ihre Mitwirkungsrechte effektiv auszuüben. Der Einzelne konnte nichts erreichen, und der Koordinationsaufwand für eine gemeinsame Rechteausübung lohnte sich nicht. So verselbständigte sich das Management in

---

98 Siehe die Zitate und Nachweise bei Avi-Yonah (2005: 796, 807, vgl. auch 792).

99 Zu den USA Brandeis (1914); Überblick bei Davis (2008: 13, 17). Zu Deutschland Reckendrees (2013: 58 ff:, auch 71, 75 ff.); aus damaliger Zeit Hilferding (1910: 82 ff., 126 ff., 132 ff., 143 ff. 219 ff., 263 ff., 302 ff.), der aber die Rolle der Banken überschätzt hat.

100 Brookings (1925-dt: 20, 33–34, 36, 38 ff.) hat das früh erkannt.

101 Hierzu und zum Folgenden grundlegend Berle/Means (1932); aus späterer Zeit Galbraith (1967: 59 ff., 70–71, 98, 167 ff., 171 ff., 388).

den großen amerikanischen und manchen britischen Aktienunternehmen gegenüber den Aktionären. Bei der Wahl von Unternehmensleitern durch die Aktionärsversammlung kamen routinemäßig die von der Unternehmensführung vorgeschlagenen Kandidaten durch, so dass die Führung sich durch Kooptation selbst ergänzte und verstetigte. Die Rechtsentwicklung hat diesen Trend noch verstärkt.[102]

Die Unternehmensführung herrschte auch über die Cash-Flows und entschied darüber, ob Gewinne im Unternehmen einbehalten und reinvestiert wurden, oder ob sie als Dividenden an die Aktionäre flossen. Dabei ging die Tendenz ganz klar zum Gewinneinbehalt. In der aufsteigenden Gesamtwirtschaft der 1920er Jahre und nach dem Zweiten Weltkrieg gab es viele lohnende Investitionsprojekte. Außerdem stabilisierten Kapitalpolster die Unternehmen und machten sie weniger krisenanfällig. Das war im Interesse der Manager und der Arbeitnehmer, denn sie können ihre Stellung nicht diversifizieren wie die Aktionäre ihr Geld, so dass sie eher vorsichtig sind. Den Managern ging es mehr um Unternehmenswachstum als um Gewinnmaximierung, und sie zogen ihre Motivation nicht nur aus ihrem Einkommen, sondern wesentlich daraus, dass sie „ihrem" Unternehmen einen gesamtgesellschaftlichen Sinn beimaßen.[103]

Die Entkoppelung vom Anteilseigentum machte die Unternehmensführer zugleich empfänglich für die Erwartungen anderer Bezugsgruppen und Instanzen neben den Aktionären. Dazu gehörten wieder die Arbeitnehmer, die damals starke Gewerkschaften hatten, sowie der Staat und andere öffentliche Stellen. Der öffentliche Sektor wurde nach dem ersten Weltkrieg bis in die späten 1970er Jahre stark ausgebaut. Die Zeit stand im Zeichen sozialstaatlicher und wirtschaftslenkender Regulierung, und die politischen Führer wollten lieber eine stabile gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung und *jobs for the boys* als Dividenden für die Aktionäre.

Manche glaubten damals sogar, die Manager würden sich der großen Unternehmen vollends bemächtigen und die Aktionäre verdrängen (Burnham 1941: 94–95, 102 ff.), wobei die Vorstellungen auseinandergingen, ob dann am Ende der Staat die Manager beherrschen würde (Berle/Means (1932: 309–313) oder die Manager den Staat (Burnham 1941: 71 ff., 105 ff., 123 ff., 143 ff., 253 ff.), oder ob beides zu einer höheren Einheit zusammenwachsen würde (Galbraith 1967: 392 f.). So schien die Business Corporation damals auf einem Weg zu sein, der an ihren Ursprung als Teil des Gemeinwesens erinnerte.

4.2 Die Deutschland AG

In Deutschland war die Entwicklung anders als im anglo-amerikanischen Raum, aber auch hier lief es auf eine Herrschaft der Manager hinaus. Wie schon erwähnt, haben in Deutschland seit dem 19. Jahrhundert Banken bei der Industriefinanzierung und beim Aufbau großer Aktienunternehmen eine wesentliche Rolle gespielt. Sie waren Kreditgeber und Emissionshäuser, besaßen zum Teil beachtliche Aktienpakete[104] und haben in den Hauptversammlungen oft die Stimmrechte ihrer Depotkunden als Vertreter ausgeübt. Daneben hielten in vielen großen Aktiengesellschaften die Gründerfamilien bedeutende Beteiligungen.

---

[102] Siehe zu den USA Berle/Means (1932: 128 ff.). Vgl. auch Freeman/Pearson/Taylor (2012: 79 ff., 108 ff., 143 ff., 211 ff. und zusammenfassend 241 ff.), die für das UK einen vergleichbaren Trend schon für die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts aufzeigen.

[103] Galbraith (1967: 136 ff., 148 ff., 162 ff., 166 ff., 171 ff., auch 68 ff., 82, 86, 92 ff., 110f., 115 ff.) und besonders treffend Galbraith (1967: 121): „The technostructure … will maximize its success as an organization".

[104] Siehe oben Fn. 99; vgl. auch bei Fn. 83.

Anders als in Amerika sind in Deutschland die Blockbeteiligungen im 20. Jahrhundert nicht durch den Streubesitz privater Kapitalanleger überlagert und verdrängt worden.[105] Es gab nach dem ersten Weltkrieg und der Hyperinflation keine genügend breite besitzende Klasse. Es gab auch keinen leistungsfähigen Kapitalmarkt.[106] Die deutsche Großunternehmenswirtschaft war außerdem stark in Konzerne und Kartelle eingebunden, die durch Beteiligungen und oft durch wechselseitige Beteiligungen oder parallele Bankenbeteiligungen zusammengehalten wurden. Dem nationalsozialistischen Staat war diese zentralisierte Struktur später ganz recht; so konnte er Befehle durchgeben. 1937 wurde ein neues Aktiengesetz erlassen, das in Anlehnung an das amerikanische Recht und zum großen Teil basierend auf Vorarbeiten der Weimarer Zeit die Macht der Unternehmensleiter im Verhältnis zu den Aktionären noch weiter stärkte.[107] Nach dem zweiten Weltkrieg blieb das Modell in der Bundesrepublik zum guten Teil bestehen. Man hat sich zwar vom Kartellwesen losgesagt,[108] und die amerikanische Besatzungsmacht hat anfangs sogar eine Entflechtung der Beteiligungsstrukturen durchgesetzt, aber letzteres wurde schon in den 1950er Jahren weitgehend rückgängig gemacht.

So ergab sich folgendes Muster, das bis in die 1990er Jahre bestand und in seiner Spätzeit als Deutschland AG bezeichnet worden ist.[109] An der Spitze standen drei Großbanken (die Deutsche Bank, die Dresdner Bank und die Commerzbank) und vielleicht noch zwei oder drei Großbanken honoris causa sowie zwei große Versicherungsunternehmen (Allianz und Münchener Rückversicherung), alles Aktienunternehmen. Die meisten von ihnen hielten bedeutende und oft wechselseitige Beteiligungen aneinander. Und sie hielten vor allem große Anteile und zusammen oft eine Mehrheit an vielen großen deutschen Aktiengesellschaften der Realwirtschaft. Daneben gab es natürlich auch andere Aktionäre und unter ihnen eine ganze Menge Privatanleger, wenn auch lange nicht so viele wie in den USA. Sie bekamen regelmäßig Dividenden, oder auch einmal nicht, und sind damit finanziell nicht schlecht gefahren. Aber sie hatten keinen Einfluss auf die Steuerung der Unternehmen, denn das war eine Welt für sich.

Mit dem Kapitalgeflecht der Beteiligungen ging ein personales Netzwerk der Unternehmensführer einher. Die Vorstandsmitglieder der Aktiengesellschaft A saßen in den Aufsichtsräten anderer Gesellschaften und überwachten dort die Vorstände. Umgekehrt saßen deren Mitglieder im Aufsichtsrat der Gesellschaft A und passten dort auf. Und über dem Ganzen wachten die Großbanken als zentrale Steuerungsinstanz. So entstand eine kulturell weitgehend homogene Unternehmensführerklasse, die sich selbst überwachte und ergänzte,

---

105 Überblick zur Weimarer Republik bei Reckendrees (2013: 65 ff.).

106 Kübler (2001: 672 ff.) sieht hierin den Hauptgrund für die deutsche Entwicklung. Aber es ist wohl eher eine Folge. Wer damals Geld hatte und Aktien über die Börse kaufen wollte, konnte das tun.

107 Aktiengesetz (AktG) vom 30.1.1937, Reichsgesetzblatt Teil I 1937, 107–135; Textausgabe mit amtl. Begründung hrsg. v. Friedrich Klausing, Berlin, Carl Heymanns Verlag, 1937; Rückblick aus heutiger Zeit bei Kuntz (2018: 210–220); Bayer/Engelke (2007).

108 Wichtig war hierbei das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) vom 17.7.1957, Bundesgesetzblatt Teil I, 1957, 1081 ff., seither mehrfach geändert.

109 Siehe hierzu und zum Folgenden die Beiträge in Ahrens/Gehlen/Reckendrees (2013); Beyer (1998: 86 ff.) und zusammenfassend Beyer (1999: 523 ff.); Gesamtrückblick unter dem Gesichtspunkt der Varieties of Capitalism bei Höpner (2003: 23–25, 27–28, 133 ff.). Vgl. auch die Zahlen bei Franks/Mayer (2001: 946 ff.) sowie im internationalen Vergleich bei La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999: 483 ff., 492 ff., 499, 503).

wie eine Amonspriesterschaft der deutschen Wirtschaft im Industriezeitalter. Das funktionierte aber nur im nationalen Kontext, wo die Welt der Großunternehmen klein war, und mit der Globalisierung ist die Deutschland AG seit den späten 1990er Jahren zerfallen (Windolf 2013; Höpner/Krempel 2005; Höpner 2003: 82 ff., 96 ff., 106 ff., 133 ff.).

4.3 Damalige Vorstellungen vom schwindenden Zuweisungsgehalt der Aktie

Die Aktien als Anteile (*shares*) an einer Aktiengesellschaft oder Business Corporation geben ihren Inhabern keine Rechte an den Gegenständen des Gesellschaftsvermögens. Sie gewähren vielmehr finanzielle Rechte gegenüber der Gesellschaft auf Teilhabe an Gewinnausschüttungen und – für den gedachten Fall, dass die Gesellschaft aufgelöst und liquidiert wird – auf Teilhabe an einem Abwicklungsüberschuss.[110] Darüber hinaus geben die Aktien Mitwirkungsrechte in Grundlagenfragen und bei der Auswahl der Unternehmensleiter.[111] Das ist bei konzentriertem Anteilsbesitz eine starke Steuerungsmacht. Aber bei fragmentierten und breit gestreuten Anteilen sind diese Rechte schwach.

Zugleich wurde nach dem Ersten Weltkrieg und vor allem in der Blütezeit der sozialen Demokratie nach dem Zweiten Weltkrieg von Unternehmen oder jedenfalls von großen börsennotierten Aktienunternehmen erwartet, dass sie nicht nur ihren Aktionären dienen, sondern sich in die Gesamtgesellschaft einfügen.[112] Auch die meisten Unternehmensleiter wollten das damals und sagten es jedenfalls in ihren Festreden.[113] In der Bundesrepublik Deutschland wurde 1976 sogar ein Gesetz erlassen, wonach die Arbeitnehmer in großen Aktiengesellschaften und ähnlichen Unternehmen die Hälfte der Mitglieder des Aufsichtsrats wählen, der dann seinerseits die Geschäftsleiter einsetzt und überwacht.[114] In der Rechts- und Wirtschaftslehre war ebenfalls die Überzeugung verbreitet, dass große Aktiengesellschaften auch anderen Interessengruppen („Stakeholdern“) als den Aktionären verpflichtet sind.[115] Manche sahen sogar im Aktienunternehmen nicht mehr nur einen erwerbswirtschaftlichen Zweckverband der Aktionäre, sondern ein soziales System aller im Unternehmen Tätigen,[116] was soziologisch richtig aber privatrechtlich schwer zu handhaben ist.

---

110 Vgl. oben Absatz 3 der Einleitung.

111 Vgl. oben Abschnitt 3.3.

112 Rückblickend für die USA Levy (2021: 524 ff.) und für Deutschland Habersack (2020: 606–611, 623–624).

113 Einiges davon zitieren Micklethwait/Woolridge (2005: z. B. 118) und Galbraith (1967: 126).

114 Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz – MitBestG), vom 4.5.1976, Bundesgesetzblatt Teil I, 1153 ff.; zur langen Vorgeschichte Kuntz (2018: 222–226, 230–232).

115 Rathenau (1917: 38–41, 62, auch 52, 54–56, 60) betont das Gemeinwohl und nationale Belange; Berle/Means (1932: 309–313) für eine Rückbindung unternehmerischer Macht an die Belange der Beteiligten und Betroffenen; Berle (1932: 1365–1172, v. a. 1366 Fn. 3, 1371–1372); Bundesverfassungsgericht, Urteil v. 1.3.1979 – 1 BvR 532, 533/77, 419/78 und 1 BvL 21/78 (sog. „Mitbestimmungs-Urteil“), in Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (BVerfGE) Bd. 50, 290 ff., hier 343 (wonach dem Aktienvorstand „die Wahrung von Interessen aufgegeben ist, die nicht notwendig diejenigen der Anteilseigner sein müssen“).

116 So von den Juristen Th. Raiser (1969: insbe93 ff.); Schilling (1980: 139 ff.); Teubner (1987: 84–85, auch 62 ff., 70 ff., 78–79, 81–82, betr. das Unternehmen als soziales System, Kollektivakteur und Sozialverband, der auch gesamtgesellschaftliche Interessen integrieren kann). Mit gleicher Grundtendenz aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht Galbraith (1967: 60 ff., 80–81, 121, 149 ff.).

Auch viele von denen, die am klassischen Modell der Business Corporation als Aktionärsverband festhielten, begriffen damals Splitteranteile an großen Gesellschaften als *passive property*, das im Vergleich zum klassischen *active property* von minderer Bedeutung war und rechtlich schwächer ausgebildet zu werden verdiente.[117] Nicht wenige hielten die unternehmensbezogenen Entscheidungsrechte, die den Aktien innewohnen, sogar für funktionslos und dachten, dass Aktionäre oder jedenfalls Kleinaktionäre in Publikumsgesellschaften im Kern ähnlich wie Anleihegläubiger seien, die ja ebenfalls nicht mitentscheiden, sondern nur Geld bekommen, und das ist es. Die Idee fand bei progressiven amerikanischen Denkern des frühen 20. Jahrhunderts Anklang,[118] tauchte auch in der deutschen aktienrechtlichen Reformdiskussion der Weimarer Zeit auf[119] und verfing vor allem im marxistischen Denken.

Karl Marx hatte zwischen gegenständlichem unternehmerischem Produktivkapital und Geldkapital unterschieden. Mit letzterem war vor allem Kreditkapital in Form von Darlehen und Anleihen gemeint (Marx 1894/1964: 350 ff., 383 ff.). In den Aktiengesellschaften kamen als weitere Spielart des Geldkapitals die Aktien hinzu (Marx 1894/1964: 452 ff.). Hinter der Unterscheidung von Geldkapital und gegenständlichem Produktivkapital trat innerhalb des Geldkapitals die Unterscheidung von Aktie und Anleihe zurück. Die Aktie schien auf diese Weise wie eine Ausweitung des Kreditwesens mit anderen Mitteln.[120] Immerhin erkannte Marx so als einer der ersten das Potenzial der Managerherrschaft (Marx 1894/1964: 395–403, insbes. 401, auch 452 f.). Das schien ihm wie eine „Aufhebung des Kapitals als Privateigentum innerhalb der Grenzen der kapitalistischen Produktionsweise“ (Marx 1894/1964: 452).

4.4 Die Aktie als residuales Vermögensrecht mit Entscheidungsrechten

Die Aktie ist aber keine Anleihe. Aktionäre und Anleihegläubiger sind wesensverschieden.[121] Denn Beteiligung und Kredit sind grundverschiedene Typen von Kapital. Der Kreditgeber ist ein Gläubiger und kann von seinem Schuldner eine bestimmte Leistung fordern. Aktionäre und andere Gesellschafter haben dagegen keine festen Ansprüche, sondern eine Quote an einem wechselnden Ganzen, und zwar nachrangig zu den Gläubigern. Sie sind Residualberechtigte, das heißt sie bekommen dasjenige, was nach Erfüllung der Gläubigerrechte übrig bleibt. Das hängt vom Gang der Unternehmung ab. Die Aktionäre haben im Unterschied zu den Anleihegläubigern auch keinen Anspruch auf Rückzahlung des Kapitals, sondern ihre Beiträge stecken im Unternehmen fest.

Die wirtschaftliche Funktion der Aktie und der Aktionäre liegt hiernach in der Übernahme des unternehmerischen Risikos. Damit muss eine Teilhabe an den Gewinnchancen einhergehen, sonst passt das nicht zusammen. Und es gibt gute Gründe dafür, die residualen Vermögensrechten mit Kontroll- und Entscheidungsrechten zu verbinden, im Ansatz wie bei Personenunternehmen, so dass diejenigen, die von den Ertragschancen und Verlustrisiken der Unternehmung vorrangig betroffen sind, über deren Gang mitentscheiden.[122] Das ist ein durchdachtes und starkes System und hat Effizienzvorteile gegenüber vielen politischen Systemen, wo die Führer ganz oben auf dem Affenfelsen sitzen und als letzte betroffen sind, wenn von außen Unheil anbrandet.

---

[117] Auf den Punkt gebracht haben das vor allem Berle/Means (1932: 248–252, 311).

[118] Vgl. Brookings (1925: 19 ff., 33, 36, 38), der auch in Deutschland wahrgenommen wurde.

[119] So explizit bei Geiler (1927-1: 3; 29); Geiler (1927-2: 612).

[120] Ausführlich Hilferding (1910: 120 ff.); ansatzweise schon Marx (1894/1964: 452 f.).

[121] So auch Habersack/Schürnbrand (2007: Rn. 76).

[122] Der Gedanke wird wirtschaftswissenschaftlich und unter Effizienzgesichtspunkten eindrucksvoll entwickelt von Williamson (1985: 298, 304–306, auch 311, 316–317, 323–324).

Diese Eigentumsfunktion der Aktie war im 20. Jahrhundert in den großen Publikumsgesellschaften weitgehend außer Geltung gesetzt, weil der Aktienbesitz so fragmentiert war. Die Gewinn- und Vermögensteilhaberechte der Aktionäre blieben zwar erhalten und wurden an der Börse gehandelt, aber die Mitwirkungsrechte waren praktisch stillgelegt. Das änderte sich jedoch im späten 20. Jahrhundert mit dem Aufstieg des organisierten Kapitalmarkts und des Finanzmarktkapitalismus.

5 Der Finanzmarktkapitalismus und seine Wandlungen

5.1 Feindliche Unternehmensübernahmen

Finanzmarktkapitalismus ist nicht dasselbe wie Finanzkapitalismus. Letzterer bedeutet, dass Banken und andere Finanzhäuser große kontrollierende Anteilsblöcke an Nichtfinanzunternehmen halten, so wie in der Deutschland AG oder in den USA um die Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert. Das waren langfristige und strategische unternehmerische Beteiligungen. Die Akteure des Finanzmarktkapitalismus sind dagegen nicht mehr in erster Linie Banken, sondern Investmentfonds, Pensionsfonds und spezialisierte Finanzhäuser, die mit der Anlage von Kundengeldern Gebühren verdienen wollen und ihren Anteilsbesitz anfangs wie eine Handelsware ansahen.

Der Durchbruch des Finanzmarktkapitalismus kam in den 1980er Jahren mit den feindlichen Unternehmensübernahmen in den USA.[123] Man stelle sich vor: Da ist ein großer Mischkonzern mit einer börsennotierten Muttergesellschaft an der Spitze und Tochterunternehmen in verschiedenen Branchen, zum Beispiel Pharma, Chemie, Waschmittel und noch mehr. Manche Konzernteile sind etablierte Unternehmen mit stetigen Gewinnen. Einen Teil davon verwendet die Konzernmutter als Kapitalzufuhr oder zur Quersubventionierung für andere Tochterunternehmen, die noch im Wachstum begriffen sind oder Probleme haben. Das stabilisiert die Lage des Gesamtkonzerns. Außerdem hat unser Mischkonzern über die Zeit viele Grundstücke und Gebäude und eine große, gut bezahlte Arbeitnehmerschaft angesammelt. Was da am Ende als Dividende für die Aktionäre übrigbleibt, ist mäßig, und da man am Aktienmarkt nicht denkt, dass es sich ändert, ist der Aktienkurs nicht hoch.

Das können wir besser, denken sich aggressive Finanzleute. Wozu die Diversifizierung und die Quersubventionen? Die Aktionäre können ihre Investments doch selbst diversifizieren, indem sie Aktien an unterschiedlichen Unternehmen halten, je nach Risikobereitschaft, Zeithorizont und Zukunftserwartungen. Soll doch der eine Kapitalanleger in seinem Aktiendepot etablierte dividendenstarke Unternehmen übergewichten, wenn ihm laufende Ausschüttungen wichtig sind, und der andere setzt mehr auf Wachstumspotenzial. Genauso ist es mit der Branchendiversifizierung; der Eine setzt auf Pharma und der Andere auf Konsumgüter. Und weil die Einen das Eine und die Anderen das Andere gut finden, aber nicht alle alles gleich gut finden, würde der Kapitalmarkt die Einzelteile des Mischkonzerns in der Summe höher bewerten als das fremdverordnete Mischpaket, in dem für jeden auch etwas steckt, was ihm nicht gefällt.

Also denkt sich unser Finanzmensch: Ich kaufe alle Aktien und damit der Sache nach den ganzen Konzern auf, indem ich den Aktionären ein Angebot weit über dem Börsenkurs mache. Da sagt keiner nein. Und wenn ich dann am Hebel bin, zerlege ich den Konzern und verkaufe die Aktien der einzelnen Konzernunternehmen mit neuer, aktionärsfreundlicher

[123] Die dahinterstehende und im Folgenden skizzierte Idee hat Jensen (1986) und (1989) auf den Punkt gebracht, und Manne (1965) hat die Wirkungszusammenhänge gedanklich vorweggenommen. Klassische und anschauliche Fallstudie von Burrough/Helyar (1989). Historischer Rückblick bei Baskin/Miranti (1997: 285 ff.).

Führung und mit viel Gewinn an Investoren. Die Grundstücke und Gebäude werden gesondert verkauft und zurückgemietet, da kommt ein Teil des Kaufpreises gleich wieder rein. Und was die Belegschaft betrifft, so ist jetzt Schluss mit lustig, auch das erhöht den Gewinn der Unternehmen und den Preis der Aktien beim Wiederverkauf.

Bis in die 1970er Jahre hätte man das für größenwahnsinnig gehalten. Einen großen Mischkonzern bekommt man nicht für ein paar Millionen. Das kostet Milliarden. Hast du die, hätte man unseren innovativen Finanzmann gefragt. Nein, hab' ich nicht, würde der geantwortet haben, ich mach' das auf Kredit, und mit dem Geld aus dem Wiederverkauf zahle ich den Kredit zurück; der Gewinn ist für mich. Aber etablierte Banken hätten das damals nicht gemacht. Das war zu heiß, und vielleicht war der Mischkonzern ja auch ein guter Kunde der Bank.

Doch in den 1980er Jahren ging das auf einmal. Es hatte sich viel verändert. Die Finanzindustrie war dereguliert worden und viel größer, und mit der beginnenden Digitalisierung gingen die Transaktionskosten zurück. Jetzt gab es spezialisierte Investmentbanken und Beraterstäbe, die so eine fremdfinanzierte feindliche Unternehmensübernahme stemmen konnten. Und vor allem war dafür jetzt Geld am Kreditmarkt zu haben. Es gab Finanzinvestoren, die das für hohe Zinsen machten. Einen Teil der Kredite tilgten die Initiatoren der feindlichen Übernahme dann mit dem, was sie schnell aus dem erworbenen Unternehmen herausholen konnten, und die verbleibende Kreditschuld erlegten sie dem Unternehmen auf, bevor sie es weiterverkauften.[124]

5.2 Der Finanzmarkt als Unternehmenssteuerungsinstanz

Das waren die Sturmtruppen aus der Frühzeit des Finanzmarktkapitalismus. Heute sind solche feindlichen Übernahmen selten geworden. Man braucht sie nicht mehr, denn die großen Aktienunternehmen laufen von sich aus nach der Logik des Finanzmarkts. Das liegt zum Teil an einer neuen Konzentration[125] und Professionalisierung des Aktienbesitzes. Bis in die 1960er Jahre, während der Managerherrschaft, lag die Mehrzahl der Aktien börsennotierter amerikanischer Gesellschaften bei Privatinvestoren (Windolf 2005: 24). Aber dann kamen zunehmend institutionelle Investoren auf, also Investmentfonds, Pensionsfonds sowie Versicherungs- und Vermögensverwaltungsunternehmen, die auch in Aktien investierten. Das Geld der Privaten floss jetzt immer öfter nur noch mittelbar über die institutionellen Investoren in die Aktienmärkte,[126] weil die Institutionellen es besser konnten. In ihren Händen liegt heute die Mehrheit der Aktien großer deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften (S&P Global Market Intelligence / DIRK 2024: 5, 8), und in Amerika ist es die übergroße Mehrheit (Davis 2013: 289; Davis 2008: 12, 15 re. Sp., 16 re. Sp.; auch schon Windolf 2005: 23, 37).

Die meisten Aktienfonds und Vermögensverwalter wollten im späten 20. Jahrhundert nicht mehr stetige Dividendenerträge und langfristiges Unternehmenswachstum, wie die Pri-

---

[124] Überblick über die Finanzierungsvorgänge bei Brealey/Myers/Allen/Edmans (2023: Chapter 33.1, auch Chapter 32-6); Brealey/Myers/Markus (2023: Chapter 21.9).

[125] Auf diese Entwicklung haben schon früh Farrar/Girton (1980: 370 ff.) hingewiesen; siehe auch La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999: 471–472) m.w.Nw. zu versch. Studien aus den 1970er und 1980er Jahren. Aus späterer Zeit Davis (2008: 12, 14 re. Sp., 16 re. Sp.) Für Deutschland und die Jahre 2007–2015 Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol (2017: 305 ff.). Vgl. auch unten Abschnitt 5.3 am Ende des zweiten Absatzes.

[126] Davis (2008: 15); zu den 1980er Jahren Merkt (1996: 10).

vatanleger alten Schlags oder die Herren der Deutschland AG, sondern sie wollten Kursgewinne erzielen und dann verkaufen. Das hing mit dem Mittelaufkommen zusammen.[127] Zwischen den Fondsanbietern und Vermögensverwaltern herrscht Wettbewerb, und die Kapitalanleger laufen zu den Fonds und Verwaltern mit der besten Wertentwicklung. Die wird in Dividenden und Kursveränderungen gemessen. Jeder wollte daher besser sein als die anderen und den Markt übertreffen. *To beat the market*, das war das Ziel. Hierfür wollten die Institutionellen jeden Trend antizipieren oder möglichst schnell mitmachen und haben deshalb ihre Aktien immer wieder umgeschlagen. So ist die durchschnittliche Haltedauer im späten 20. Jahrhundert deutlich gesunken.[128]

Die institutionellen Investoren wollten aber auch ein bestimmtes Gebaren und einen bestimmten Zuschnitt der Unternehmen, an denen sie Anteile hielten. Das Ziel war nicht mehr Größenwachstum, sondern Gewinnmaximierung. Mischkonzerne mit interner Quersubventionierung, wie sie vor allem seit den 1950er Jahren verbreitet gewesen waren, durfte es jetzt nicht mehr geben.[129] Die Unternehmen sollten sich auf ihr Kerngeschäft konzentrieren. Kursgewinne entstehen allerdings nur, wenn die Gewinne des Unternehmens über die bisherigen Erwartungen hinauswachsen. Denn die bisherigen Gewinnerwartungen sind ja schon im Kurs eingepreist. Die Unternehmen mussten deshalb nach den Vorstellungen der Finanzmarktakteure nicht nur ihre Gewinne immer weiter steigern, sondern auch die Gewinnerwartungen immer wieder übertreffen. *They had to beat expectations*. Gewinne sollten daher nur noch in neue Vorhaben investiert werden, deren Rendite höher war als die der laufenden Geschäfte. Ansonsten waren Gewinne an die Aktionäre auszuschütten. Und *underperforming business units* mussten verkauft werden. All das sollte Shareholder Value in den Händen der Aktionäre schaffen. So stellten sich seit den 1980er Jahren die Finanzmarktakteure, die Wirtschaftswissenschaft und zunehmend auch die Rechtslehre gute Corporate Governance vor.[130]

Die Finanzmarktakteure konnten das auch durchzusetzen.[131] Dafür mussten sie ihre Aktionärsrechte in den einzelnen Gesellschaften meistens nicht einmal gegen das Management ausüben.[132] Die Unternehmensleiter haben von sich aus mitgemacht.[133] Denn sie wurden und werden dafür sehr gut bezahlt, gerade auch durch Teilhabe an Kursgewinnen, und ihre Einkommen sind seit den 1980er Jahren gestiegen wie für fast niemanden sonst.[134] Allerdings ist

---

127 Hierzu und zum Folgenden Stout (2012: 66 ff.); Windolf (2005: 24, 33, 35–36, 52).

128 Stout (2012: 66–67); Höpner (2003: 100). Das gilt selbst für große Blockbeteiligungen; siehe unten am Ende von Abschnitt 5.3.

129 Zu den USA Davis (2013: 286–287, auch 294); Merkt (1996: 9–10); Überblick zur Geschichte der Konglomerate bei Baskin/Miranti (1997: 273 ff.). Zu Deutschland Höpner (2003: 103–104, 148, 176 ff.).

130 Wirtschaftswissenschaftlich grundlegend Rappaport (1998: insbes. 32–33, 180–181, 184–185) und auch schon die Erstauflage von (1986). Zur Rechtswissenschaft siehe statt vieler das lange Zeit klassische Werk von Easterbrook/Fischel (1991) sowie ausführlich Ruffner (2000: 127 ff.). Demgegenüber ist die Gesetzgebung nur punktuell und zögernd mitgegangen, siehe für Deutschland Habersack/Schürnbrand (2007: Rn. 7 ff., 52 ff., 63 ff., 71 ff.).

131 Zu Deutschland Höpner (2003: 93 ff., auch 34–35, 53, 63–65).

132 Davis (2008: 18–19). Vgl. aber auch Windolf (2005: 38–39) zu den Leitideen für das Abstimmungsverhalten der Institutionellen in den Aktionärsversammlungen.

133 Eindringlich für Deutschland Höpner (2003: 121 ff.).

134 Zu Deutschland Höpner (2003: 139–140, 206–207, auch 55–56, 59, 173 ff.); zu den USA Bebchuk/Fried (2004: 1).

auch die Verweildauer im Amt zurückgegangen.[135] Wer nicht liefert, wird ersetzt. Die Unternehmensleiter wussten und wissen außerdem, dass die Institutionellen verkaufen, wenn der Aktienkurs nicht mehr stimmt. Dann sinkt der Kurs noch weiter, und am Ende würden die financial stormtroopers wiederkommen und das Management austauschen.[136]

Eine wesentliche Kraftquelle des Finanzmarktkapitalismus lag und liegt darin, dass der Kapitalmarkt, auf dem früher nur anteilige Geldflüsse gehandelt wurden, jetzt durch gebündelten Anteilsaufkauf zu einem Markt für Unternehmenskontrolle hochgefahren werden kann. So lässt sich die potenzielle Kontrollmacht, die in den Aktien steckt, jederzeit aktivieren. Deshalb werden die Aktionäre jetzt von den Unternehmensleitern so behandelt, als hätten sie Kontrollmacht. Damit werden wesentliche Impulse für das unternehmerische Handeln und seine operative Logik sowie für die Strategie und Strukturierung der Unternehmen nicht mehr in der Realwirtschaft generiert, sondern an den Finanzmärkten.[137] Das ist Finanzmarktkapitalismus in einem Satz. Statt zu einer Aufhebung ist es zur Wiedereinsetzung des Kapitals als Privateigentum gekommen.

An diesem System ist vieles fragwürdig. Wie sollen denn auf Dauer die Unternehmen die Gewinnerwartungen der Kapitalmarkt-Akteure immer wieder übertreffen? Das hat schon etwas Manisch-Irres. Und es hat dem Finanzmarktkapitalismus den Vorwurf übertrieben kurzfristigen Denkens eingetragen.[138] Dem ist entgegengehalten worden, dass Finanzmärkte nicht per se kurzfristig sind, sondern einfach nur künftig erwartete Cash Flows im Wege einer umgekehrten Zinseszinsrechnung in einen gegenwärtigen Bestandswert umrechnen.[139] Das ist schon richtig. Aber wenn der Anlagehorizont der Finanzmarktakteure kurzfristig ist und der Finanzmarkt den Takt für realwirtschaftliches Unternehmenshandeln vorgibt, ist die realwirtschaftliche Perspektive kurzfristig. Gleichwohl hat sich das System lange gehalten. Es kam immer mehr Geld auf den Finanzmarkt, denn die Einkommensströme wurden seit den 1980er Jahren immer ungleicher, und die Reichen stecken überproportional viel in Finanzanlagen. Und solange auf der Marktgegenseite Privatanleger als Amateure standen, schafften es die Institutionellen auch immer wieder einigermaßen, *to beat the market*.

5.3 Auf dem Weg zu einem neuen Finanzkapitalismus?

Doch in den 2000er Jahren und besonders nach der Finanzkrise von 2008/2009 hat sich das Bild verändert. Die institutionellen Investoren wurden immer größer und traten jetzt am Finanzmarkt meistes nicht mehr gegen unterlegene Privatinvestoren an, sondern gegen andere institutionelle Investoren, die nicht unbedingt schlechter waren. So wurde es immer schwerer, *to beat the market*, und immer teurer, es zu versuchen (vgl. Braun 2015: 264–265). Neben die aktiv gemanagten Aktienfonds und zunehmend an deren Stelle sind daher passive Indexfonds getreten. Sie bilden mit ihrem Aktienportfolio einen Aktienindex ab. Ein solcher

---

[135] Zu den USA siehe für Directors im Allgemeinen den Spencer Stuart Board Index 2024, 10, und die Vorauflagen, z. B. 2018, 19; speziell zu Chief Executive Officers in den USA siehe Kaplan/Minton (2012: 63, 86–87). Zu Deutschland Höpner (2003: 124 ff., 126, 129 ff.). Das liegt allerdings auch am zunehmenden Job-Hopping von Führungskräften. Vgl. demgegenüber Galbraith (1967: 94) zu den stabilen Verhältnissen um die Mitte des 20. Jahrhunderts im Vergleich zur Zeit davor.

[136] Windolf (2005: 20, 46 ff.). Speziell für Deutschland Höpner (2003: 104 ff.) mit internationalem Vergleich, auch Höpner (2003: 93 ff. sowie 34–35, 53, 63–65).

[137] So die treffenden Worte von Windolf (2005: 24–25, 32, 34, 46, 49–50, 52–53).

[138] So statt vieler Stout (2012: 63 ff.).

[139] Summers (2017); auch Fried/Wang (2021) für Europa und Fried/Wang (2018/2019) für die USA.

Index ist eine Liste von größengewichteten Aktienunternehmen, die für den Aktienmarkt eines Landes, einer Weltregion, einer Branche oder der ganzen Welt als repräsentativ angesehen werden, so wie der Standard & Poor's 500, der DAX 40 oder der MSCI World. Die Indexfonds wollen den Markt nicht mehr übertreffen, sondern ihm nur noch folgen.[140]

Mittlerweile haben die Indexfonds die aktiv gemanagten Aktienfonds an Größe überflügelt.[141] Sie sind einfach viel billiger. Und sie sind heute unglaublich groß. Die vier größten Vermögensverwaltungsunternehmen, die auch Aktienfonds auflegen, sind BlackRock, State Street und Vanguard, die vor allem Indexfonds betreiben, und in gewisser Weise noch Fidelity, die mehr aktiv gemanagte Fonds anbieten, alle in den USA ansässig (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 6–7). Der größte dieser Vermögensverwalter, BlackRock, hatte Ende 2024 über 11 500 Milliarden Dollar in seiner Obhut (*assets under management*) (Barbuscia 2025). Das ist mehr als die Goldreserven der USA und fast zweieinhalbmal so viel wie die jährliche Wirtschaftsleistung Deutschlands. Die 11 500 Milliarden stecken natürlich nicht alle in Aktien, und die Aktien stecken nicht alle in Indexfonds. Gleichwohl erreichen die Beteiligungen großer Vermögensverwalter an großen börsennotierten Aktiengesellschaften oft über fünf Prozent, und wenn mehrere von ihnen an Bord sind, können sie zusammen weit in den zweistelligen Bereich kommen (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 14–17; Davis 2013: 289).

Auch viele aktiv gemanagten Fonds sind sehr groß geworden, und meistens gehören mehrere von ihnen zu einem und demselben Vermögensverwaltungsunternehmen. So kommen ebenfalls oft Beteiligungen von fünf Prozent und mehr an einzelnen Gesellschaften zusammen.[142] Das ist ein gewichtiger Posten. Die Marktkapitalisierung einer großen Aktiengesellschaft, also der Börsenwert aller Aktien, liegt oft über 100 Milliarden, und fünf Prozent davon sind fünf Milliarden. Das kann man nicht einfach auf den Aktienmarkt werfen, wenn einem der Lauf des Unternehmens nicht mehr gefällt; da würde der Aktienkurs einbrechen. Die großen Vermögensverwalter haben daher Anlass, längerfristig zu denken.[143] Sie üben jedenfalls die Stimmrechte aus ihren Aktien aus (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 1, 18–20; Davis 2008: 18–19). Dabei stimmen sie meistens im Einklang mit dem Management ab.[144] Aber das Management weiß auch, dass gegen die großen institutionellen Investoren nichts mehr geht, und klärt deshalb die Unternehmenspolitik mit ihnen ab (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 9, 20, auch 3, 21).

Das erinnert ein wenig an die alte Zeit des Finanzkapitalismus, als Finanzmagnaten und Aktienbanken große Anteile an Unternehmen der Realwirtschaft hielten (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 17). Aber es gibt große Unterschiede zu da-

---

[140] Hierzu und zum Folgenden Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017).

[141] Laut Investment Company Fact Book 2024, 28, war Ende 2023 das Größenverhältnis zwischen den Indexfonds und die aktiv gemanagten Fonds bezüglich der „long-term total net assets" (langfristigen Netto-Vermögenswerte) 48 % zu 52 %, mit deutlicher Entwicklungstendenz zu Gunsten der Indexfonds. Zu den Vermögenswerten gehören nicht nur, aber überwiegend Aktien (a.a.O. 24), und wahrscheinlich gibt es unter den Indexfonds besonders viele Aktienfonds, vgl. *Braun* (2015): Fn. 11, weil hier die Idee des Index Investing am meisten Sinn ergibt. Zum Wachstum der Indexfonds siehe auch Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017: 2, 5 ff.).

[142] Siehe zu den Fidelity-Fonds Davis (2008: 17–18); auch Davis (2013: 289).

[143] Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017: 11). Skeptisch Davis (2013: 289).

[144] Zu den Indexfonds Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017: 11–12, 19–20); zu den aktiv gemanagten Fonds von Fidelity Davis (2008: 18–19).

mals (Davis 2008: 17 ff.). Die Finanzkapitalisten alten Schlags hatten ihre Beteiligungsunternehmen und Konzerne selbst zusammengeschmiedet. Sie waren außerdem nicht nur Aktionäre, sondern oft auch Kreditgeber und Emissionsbanken, und sie haben Organfunktionen in den Aufsichtsräten und *Boards of Directors* wahrgenommen. Das ging weit über das Finanzielle hinaus ins realwirtschaftliche Unternehmertum.

Die großen Aktienfonds und andere institutionelle Investoren von heute bleiben dagegen dem Finanziellen verhaftet. Die Betreiber der Indexfonds haben die Macht über die Realwirtschaft nicht gesucht, sondern die Macht ist ihnen bei der Jagd nach Gebühren zugewachsen. Je größer sie wurden, desto billiger wurden sie (Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo 2017: 9), und so sind sie noch größer geworden. Und die aktiv gemanagten Fonds sehen ihre Beteiligungen und selbst die großen Blockbeteiligungen von fünf oder mehr Prozent letzten Endes immer noch wie eine Handelsware an und nicht als strategische mitunternehmerische Beteiligungen (Davis 2008: 12, 14 re. Sp., 17 li. Sp., 20–21). Die großen Beteiligungsblöcke bestehen meistens nur wenige Jahre (Davis 2008: 12–13, 19–20 und Davis 2013: 289), denn auch sie lassen sich über die Börse verkaufen, wenn man schrittweise vorgeht.

5.4 Shareholder Primacy auf dem Prüfstand

Das führt zurück zu der Frage nach dem Sinn der Kontroll- und Entscheidungsrechte, die in den Aktien stecken. Nach Ansicht der marktliberalen Ökonomik bringen diese Rechte nicht nur die Aktionäre als Residualberechtigte, sondern auch die Gesamtwirtschaft am besten voran. Denn die anderen Bezugsgruppen des Unternehmenshandelns, nämlich die Arbeitnehmer, Gläubiger, Kunden und Lieferanten sind Festbetragsberechtigte, so heißt es, und durch Verträge gesichert. Und die Allgemeinheit, so lässt sich hinzufügen, kann ihre Belange durch Gesetze sichern, und ist dann ebenfalls eine Art Festbetragsberechtigte. Wenn die Festbetragsberechtigten bekommen, was ihnen gebührt, sind sie zufrieden und geben Ruhe. Die Anteilseigner als Residualberechtigte sind dagegen nie zufrieden und geben nie Ruhe, sondern wollen immer mehr, weil ihre Gewinnteilhabe und der Wert ihrer Anteile nach oben offen sind. Deshalb haben sie das größte Interesse und den stärksten Anreiz, die Erträge des Unternehmens zu steigern, und wenn ansonsten alles gleich bleibt, wird so der gesamtgesellschaftliche Wohlstand immer größer. Sagen die marktliberalen Ökonomen[145] und seit den 1980er und 1990er Jahren auch viele Stimmen aus dem Unternehmens- und Gesellschaftsrecht.[146]

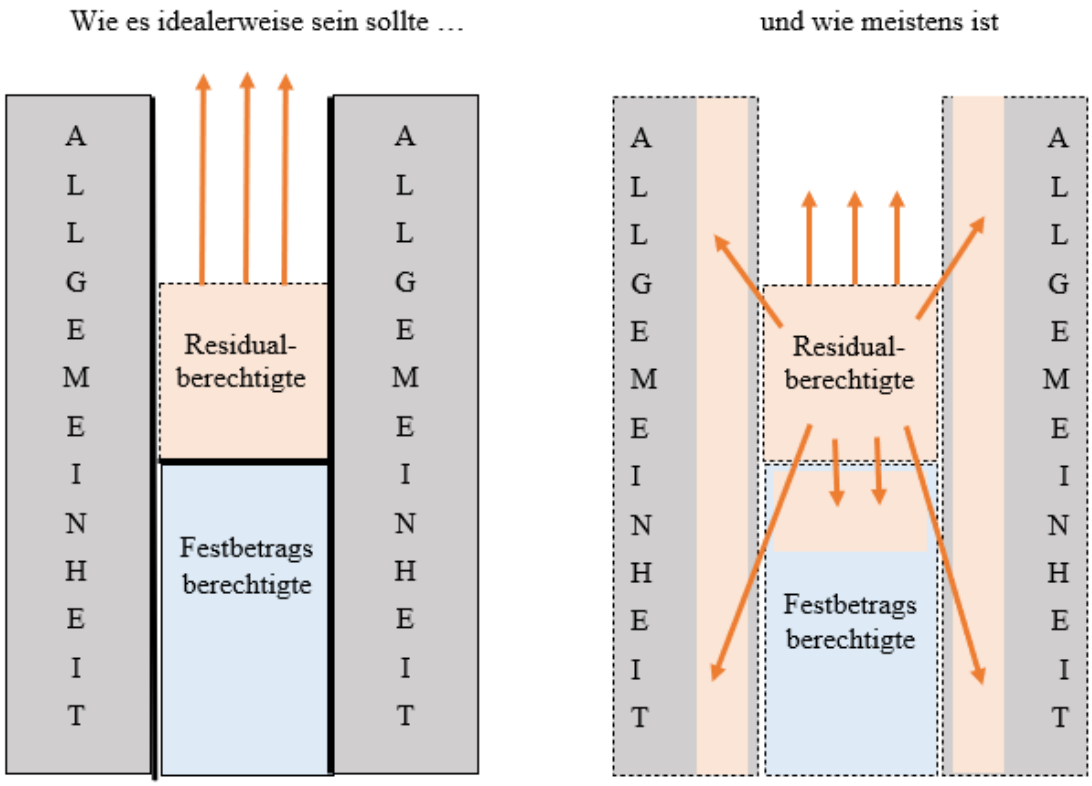
Dieses Modell der *shareholder primacy*, des Primats der Aktionäre, hat vieles für sich, wie die linke Seite des folgenden Schaubilds zeigt. Die Sphäre der residualberechtigten Anteilseigner ist hier gegenüber den Sphären der Festbetragsberechtigten und der Allgemeinheit fest abgegrenzt; das zeigen die dicken schwarzen Striche. Die Residualberechtigten können deshalb nur nach oben expandieren und bauen mit Hilfe des ihnen dienstbaren Managements oberhalb des Sockels der Festbetragsberechtigungen und in den Grenzen der Gemeinwohlverträglichkeit Kathedralen privater Wertschöpfung in den Himmel.

---

[145] Grundlegend Williamson (1985: 298–325, auch schon 273 ff.).

[146] Siehe statt vieler Easterbrook/Fischel (1991: insbes. 1–39); Macey (2008: 184 ff.); Ruffner (2000: 127 ff.); Mülbert (2005: 424 ff.).

Die Residualberechtigten und ihr Umfeld



So einfach ist es aber meistens nicht. Die residualberechtigten Anteilseigner können nämlich ihre Sphäre auch zu Lasten Anderer vergrößern. Das zeigt die rechte Seite des Schaubilds. Die Grenzen zwischen den Sphären sind nicht einfach vorgegeben, sondern entwickeln sich im Miteinander und Gegeneinander der Akteure am Markt und im politischen Entscheidungsprozess. Die Residualberechtigten können dabei die Grenzziehung zu ihren Gunsten beeinflussen, wenn sie die Macht haben. Hier verliert die Lehre der marktliberalen Ökonomen ihren Halt. Wenn zwei Unternehmen mit identischen Inputs die gleichen Produkte oder Dienstleistungen erzeugen und verkaufen, aber das eine Unternehmen den Kunden höhere Preise abverlangt und den Arbeitnehmern weniger Lohn zahlt als das andere, ist für die Anteilseigner das erste Unternehmen mehr wert, das ist schon klar. Aber gesamtwirtschaftlich ist der Wert beider Unternehmen derselbe, weil die Wertschöpfung dieselbe ist; nur die Verteilung ist anders.

Die Grenzen zwischen den Sphären sind außerdem oft durchlässig, so dass die Anteilseigner und deren Sachwalter eigenmächtig in die Bereiche der Anderen hinübergreifen können. Die Anteilseigner sind zwar die einzige Bezugsgruppe des Unternehmens, die ausschließlich residuale Rechte hat (Macey 2008: 185–189). Aber sie sind nicht die einzigen Residualberechtigten. Eine weitere Bezugsgruppe mit residualem Einschlag sind die Arbeitnehmer. Am Arbeitsmarkt werden nämlich nicht nur feste Arbeitsleistungen gegen feste Löhne gehandelt, sondern auch implizite Selbstverwirklichungs- und Karrieremöglichkeiten und Loyalitäten (Stout 2012: 81–82). Das hängt ebenfalls vom Gang des Unternehmens ab, und hier können rücksichtslose Anteilseigener und Manager viel zu ihren Gunsten umverteilen. Auch im Verhältnis zur Allgemeinheit ist nicht gewährleistet, dass Regeln eingehalten und

faire Erwartungen erfüllt werden, sondern mächtige Akteure und speziell große Unternehmen können sich mehr herausnehmen, als ihnen gebührt, und mehr nach außen abwälzen, als sich gehört.

Vieles davon betrifft nicht nur die Business Corporation, sondern das private Unternehmertum überhaupt. Aber die Materie ist bei den Business Corporations besonders wichtig, weil diese meistens die größten Unternehmen sind und am meisten Macht haben. Bei ihnen ist außerdem die Vermögensinhaberschaft in Anteile aufgespalten, die von den Personen der Anteilseigner losgelöst sind und am Kapitalmarkt gehandelt werden können. Der Kapitalmarkt reduziert die Interessen der Anteilsinhaber auf Finanzinteressen und schaltet persönliche Verantwortung aus. Das ist ein wesentlicher Unterschied zum Personenunternehmen und nicht unbedingt ein sozialverträgliches Steuerungssystem.[147] Der Finanzmarktkapitalismus ist auch nicht unbedingt ein Wachstumsmodell (Vgl. Deutschmann 2005: 59, 66, 71 ff.); jedenfalls war das gesamtwirtschaftliche Wachstum in den entwickelten Ländern zur Zeit der Managerherrschaft größer als heute.[148]

Soweit die Aktien von institutionellen Investoren gehalten werden, ist überdies der Zusammenhang der Unternehmenssteuerung mit dem Privateigentum diffus geworden. Die Rechte aus den Aktien, die zu einem Fond gehören, werden von den Managern des Unternehmens ausgeübt, das den Fond verwaltet. Ihm gehören die Aktien aber nicht, sondern es ist nur Treuhänder oder Verwalter für andere. Die Aktien gehören bei Aktienfonds, deren Anteile man kaufen kann, den Inhabern der Fondsanteile. Aber der Fonds ist keine Gesellschaft, sondern eine Vermögensverwaltung, und die Fondsanleger sind nicht Mitglieder, sondern Kunden. Sie können nicht mitentscheiden, wie die Stimmrechte aus den Aktien im Fondsvermögen ausgeübt werden, und sie können die Geschäftsleiter und Manager der Fondsverwaltung, die hierüber entscheiden, nicht auswählen und kontrollieren. Erst recht gibt es in Pensionsfonds und Versicherungen keine solchen Wahl- oder Kontrollrechte der Kapitalgeber. Die Steuerungsrechte haben sich damit ganz weitgehend von den Personen losgelöst, die das Kapital beisteuern und das unternehmerische Risiko tragen. Hier klafft ein riesengroßes Loch in der Corporate Governance.[149]

Bei den Indexfonds ist das Problem noch größer. Als der amerikanische Vermögensverwalter Vanguard 1975 den ersten großen Indexfonds aufgelegt hat, wurde die Idee als „unamerikanisch" gebrandmarkt.[150] Das ist sie auch, wenn man mit amerikanisch das auf Privateigentum gegründete eigenverantwortliche Unternehmertum und den Wettbewerb meint. Bei den Indexfonds geht das Interesse der Vermögensverwalter nicht mehr auf das Gedeihen der einzelnen Beteiligungsgesellschaft. Das wirkt dem Wettbewerb eher entgegen[151] und ist mit der Idee des privaten Unternehmenseigentums schwer zu vereinbaren. Manche meinen zwar, das Interesse der Indexfondsverwalter gehe immerhin auf das Gedeihen der Unternehmenswirtschaft als Ganzem.[152] Aber selbst das ist fraglich. Die Fondsverwalter wollen vor

---

147 Stout (2012: 96–96 mit Zusf. 115, auch 6, 9–10, 59–60, 86 ff.; 81–82); T. Bezzenberger (2024: 1011–1013, auch 1015 re. Pp.

148 Siehe statt vieler World Bank Open Data, GDP per capita growth (annual %) OECD members, im Internet zu finden.

149 Schon früh erkannt hat das Berle (1959: 54, 59, 75, 105–106). Im gleichen Sinne heute Windolf (2005: 40).

150 Das berichten Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017: 8).

151 Greenspon (2019). Skeptisch Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol (2017: 304, 310 re. Sp.).

152 So etwa Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo (2017: 11, 23, auch 9).

allem Kundengelder einwerben und mit deren Anlage Gebühren verdienen. Wenn die Aktienindizes einbrechen, ist das für den einzelnen Fondsanbieter nicht unbedingt schlecht, weil es den anderen genauso geht. Und falls die Anleger ganz aus Aktien hinauswollen, kann man Fonds für Anleihen, Rohstoffe oder Immobilien auflegen, denn irgendwo müssen die Anleger ja hin mit ihrem vielen Geld.

6 Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Damit ist die kleine Weltgeschichte der Business Corporation fürs Erste zu Ende, und es ist Zeit für ein vorläufiges Fazit. Die Idee und die Figur des *corpus habere* und der Körperschaft stammen historisch nicht aus dem Tun der Einzelnen und aus dem Privaten, sondern vom Staat und den Gemeinden und aus dem, was heute öffentliche Regulierung und Daseinsvorsorge ist. Erst in der Neuzeit hat sich durch Privatisierung aus der Körperschaft die Business Corporation herausdifferenziert, anfangs stückweise und seit der Mitte des 19. Jahrhunderts durchgreifend. Sie hat als Kapitalsammelorganisation wirtschaftlich Großes geleistet. Aber die Steuerung bereitet Probleme.

Die Steuerungsgrundlage der Business Corporation ist nach ihrer privatrechtlichen Konstruktion das Anteilseigentum. Das funktioniert allerdings nur bei einem überschaubaren Kreis von Anteilseignern. Der Kapitalsammelfunktion der Business Corporation wohnt dagegen die Tendenz zur Publikumsgesellschaft mit fragmentiertem Anteilsbesitz inne. Hier können die einzelnen Aktionäre die Entscheidungsrechte, die in den Aktien stecken, nicht mehr effektiv ausüben, und die Unternehmenssteuerung löst sich vom individuellen Anteilseigentum und den Personen der Anteilseigner. Das hat sich schon bei der Niederländischen Ostindischen Compagnie und den Eisenbahngesellschaften im frühen Industriezeitalter angedeutet und ist in den Großunternehmen des 20. Jahrhunderts klar zu Tage getreten.

Wenn die Macht im Unternehmen den Publikumsaktionären zwischen den Händen zerrinnt, wächst sie anderen zu. In der Niederländischen Ostindischen Compagnie waren das die Handelsherren als Hauptgesellschafter. In den Eisenbahngesellschaften lag viel Gestaltungsmacht bei den Gründern und Initiatoren, aber jedenfalls in Europa gab letztlich der Staat als hoheitlicher Planungsträger die Wege vor. Und in den großen Publikumsaktiengesellschaften des 20. Jahrhunderts haben die Manager das Regiment übernommen. Sie waren damals allerdings durch national- und sozialstaatliche Regulierung von außen eingehegt, so dass eine Rückbindung der Business Corporation an das Gemeinwesen erhalten blieb.

Diese Ordnung hat sich seit den 1980er Jahren mit dem Finanzmarktkapitalismus aufgelöst. Das liegt nicht zuletzt daran, dass der Kapitalmarkt zu einem Markt für Unternehmenskontrolle geworden ist, wo Publikumsaktiengesellschaften auch gegen den Willen des Managements aufgekauft werden können. Auf dieser Grundlage hat der Kapitalmarkt die in den Aktien angelegten Kontrollrechte wieder mit Macht aufgeladen und die Aktienunternehmen neu ausgerichtet. Sie müssen jetzt vor allem Finanzkennzahlen liefern, die am Aktienmarkt ankommen, und die Realwirtschaft ist nur noch ein Mittel dafür.

Zugleich hat sich der Zusammenhang von Anteilseigentum und Unternehmenskontrolle immer mehr gelockert. Die Kapitalanleger halten meistens nicht mehr Aktien an einzelnen Unternehmen, sondern Anteile an Aktienfonds oder Vermögensrechte gegenüber anderen Kapitalmarktintermediären wie Pensionsfonds oder Versicherern. Diese institutionellen Investoren üben die Rechte aus den Aktien, die sie mit dem Geld der Anleger oder Beitragszahler kaufen, im eigenen Namen aus. Das können die Kapitalanleger nicht beeinflussen. Und die Fondsmanager und Vermögensverwalter sind den Unternehmen, an denen die Beteiligungen bestehen, nicht unternehmerisch zugewandt, sondern sind Funktionäre, Treiber

und Getriebene auf einem unternehmensübergreifenden Kapitalmarkt, der nicht organisationsrechtlich, sondern als dezentrales Zusammenspiel von Kaufen und Verkaufen verfasst ist.

Mit den Indexfonds, die heute bedeutende Blockbeteiligungen an großen börsennotierten Aktienunternehmen halten, ist die Privatisierung der Business Corporation noch mehr aus dem Sinnzusammenhang gelaufen. Dem privaten Anteilseigentum mit Kontrollrechten liegt die Idee zugrunde, dass sich der Gang der Unternehmung vor allem auf die Anteilsinhaber als Residualberechtigte auswirkt, und dass diese daher einen Anreiz haben, für den Unternehmenserfolg zu wirken.[153] Dieser Steuerungsmechanismus läuft bei Indexfonds leer, denn sie vermitteln den Kapitalanlegern nicht mehr eine Beteiligung an bestimmten Unternehmen, sondern eine Teilhabe an der Gesamtwirtschaft. Da fragt man sich schon, ob das kapitalmarktvermittelte private Anteilseigentum noch eine sinnvolle Steuerungsgrundlage für große Unternehmen ist. Die Privatisierung der Unternehmenskörperschaft kommt hier in Gefilde, in denen sich die Marktkräfte selbst ad aburdum führen.

Ob und wie man da wieder herauskommt, ist schwer zu sagen. Vielleicht bricht ein neues Reich von Oligarchen heran, und die Großunternehmenswirtschaft wird wieder personal überschaubar. Aber das wäre kein stabiler Zustand, weil Personen vergänglich sind und es gesamtgesellschaftlich starken Widerstand von unten geben würde. Dann bleibt wohl nur eine Unternehmenssteuerung durch Manager, die vom Kapitalmarkt und von den Aktionären weitgehend abgeschirmt sind. So etwas erfordert eine neue Gemeinwohlbindung *ad exemplum rei publicae*. Das liegt im Wesen der Business Corporation, denn diese ist ein Gebilde des Rechts als Ordnung der Gemeinschaft,[154] so dass der Staat als Hüter der Gemeinschaft und als Rechtsschöpfer unweigerlich in der Verantwortung dafür ist, die Institution der Business Corporation gemeinverträglich auszugestalten.[155] Woher nämlich die Dinge ihren Ursprung haben, dahin müssen sie auch vergehen, gemäß der Notwendigkeit, denn sie leisten einander Buße für ihre Ungerechtigkeit nach der Ordnung der Zeit.

Bibliografie

Ahrens, Ralf / Gehlen, Boris / Reckendrees, Alfred (Hrsg.) (2013): *Die ‚Deutschland AG': Historische Annäherungen an den bundesdeutschen Kapitalismus*. Essen: Klartext Verlag [= Bochumer Schriften zur Unternehmens- und Industriegeschichte, Bd. 20].

Anderson, Gary M. / Tollison, Robert D. (1983): „The Myth of the Corporation as a Creation of the State". *International Review of Law and Ecnomics* 3/2, 107–120.

Andrews, Kenneth R. (1984): *Trade, Plunder and Settlement: Maritime Enterprise and the Genesis of the British Empire 1480–1630*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Avi-Yonah, Reuven (2005): „The Cyclical Transformations of the Corporate Form: A Historical Perspective on Corporate Social Responsibility". *Delaware Journal of Corporate Law* 30, 767–818.

Bakan, Joel (2004): *The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power*. Cambridge, MA: The Free Press. (2025): Revised and expanded edition. London: Constable.

Barbuscia, Davide (2025): *BlackRock Assets hit record $ 11.6 trillion in fourth quarter*. Im Internet unter dem Datum 15.01.2025 bei www.reuters.com frei zugänglich.

[153] Siehe oben bei Fn. 122 und 145 f.

[154] Siehe oben bei Fn. 93 ff.

[155] Hierauf hinauslaufend auch Bakan (2005: 153 ff., auch 149), und Pistor (2019: 47 ff.), die beide den staatlich-rechtlichen Kern der Business Corporation sehen. Skeptisch Kuntz (2022: 659 ff.).

Baskin, Jonathan Barron / Miranti, Paul J. Jr. (1997): *A History of Corporate Finance*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Bauermeister, Tabea /Grobe, Tony (2022): „Personen im Recht: – über Rechtssubjekte und ihre Rechtsfähigkeit". *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht [ZGR]*, 733–780.

Baums, Theodor (Hrsg.) (1981): *Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preußischen Staaten vom 9. November 1843: Text und Materialien …mit einer Einführung versehen*. Aalen: Scientia Verlag, 1981.

Bayer, Walter / Habersack, Mathias (Hrsg.) (2007): *Aktienrecht im Wandel – Bd. 1 Entwicklung des Aktienrechts*. Tübingen: Mohr Siebeck.

Bayer, Walter / Engelke, Sylvia (2007): „Die Revision des Aktienrechts durch das Aktiengesetz von 1937". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/ Habersack (siehe dort), 619–669.

Berle, Adolf A. (1932): „For Whom Corporate Managers Are Trustees". *Harvard Law Review* XLV, 1365–1172.

Berle, Adolf A. (1959): *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*. New York, NY: Harcourt Brace & World.

Berle, Adolf A. / Means, Gardiner C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Harcourt. (1991): Nachdruck. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

Berman, Harold J. (1983): *Law and Revolution: The Formation of the Western Legal Tradition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Beyer, Jürgen (1998): *Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance" unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.

Beyer, Jürgen (1999): „Unternehmensverflechtung und Managerherrschaft in Deutschland." *Leviathan – Berliner Zeitschrift für Sozialwissenschaft* 27/4, 518–536.

Bezzenberger, Tilman (2005): *Das Kapital der Aktiengesellschaft: Kapitalerhaltung, Vermögensbindung, Konzernrecht*. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, auch als Online-Ressource im Internet frei zugänglich.

Bezzenberger, Tilman (2024): „Grundstrukturen und zentrale Probleme im Gesellschaftsrecht". *Juristische Schulung [JuS]* 64/10, 919–922 (Teil 1) und 64/11, 1011–1016 (Teil 2).

Bösselmann, Kurt (1938): *Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert: Ein Beitrag zur Frage der Finanzierung gemeinwirtschaftlicher Unternehmungen und zu den Reformen des Aktienrechts*. Berlin: de Gruyter.

Bonnassieux, Pierre (1892): *Les grandes compagnies de commerce: Étude pour servir à l'histoire de la colonisation*. Paris: Plon.

Brandeis, Louis D. (1914): *Other People's Money – And How the Bankers Use it*. New York, NY: Frederick E. Stokes.

Braun, Benjamin (2016): „From performativity to political economy: Index investing, ETFs and asset manager capitalism". *New Political Economy* 21/3, 257–273, auch als Online-Ressource frei zugänglich.

Brealey, Richard A. / Myers, Steward C. / Allen, Franklin / Edmans, Alex (2023): *Principles of Corporate Finance*. 14. Aufl., New York, NY: McGraw Hill (Interational Student Edition).

Brealey, Richard A. / Myers, Steward C. / Marcus, Allen J. (2023): *Fundamentals of Corporate Finance*. 11. Aufl., New York, NY: McGraw Hill (Interational Student Edition).

Brookings, Robert S. (1925): *Industrial Ownership: Its Economic and Social Significance*. New York, NY: Macmillan. (1925-dt): Übersetzung von R. Kuczynski unter dem Titel *Die Demokratisierung der amerikanischen Wirtschaft*. Berlin: Prager.

Burnham, James (1941): *The Managerial Revolution: What is Happening in the World*. New York, NY: John Day Co.

Burrough, Bryan / Helyar, John (1989): *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. New York, NY: Harper & Row.

Carlos, Ann M. / Nicholas, Stephen (1988): „Giants of an Earlier Capitalism: The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals". *Business History Review* 62/3, 398–419.

Carlos, Ann M. / Nicholas, Stephen (1996): „Theory and History: Seventeenth Century Joint-Stock Chartered Trading Companies". *The Journal of Economic History* 56/4, 916–926.

Ciepley, David (2020): „How America's Corporations Lost their Public Purpose, and How it Might be (Partially) Restored". *Accounting, Economics, and Law – A Convivium* 10/3, 1–25.

Chandler, Alfred D. Jr. (1977): *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.

Charters Relating to the East India Company from 1600 to 1761: Siehe unter Shaw (Hrsg).

Chaudhuri, Kirti Narayan (1965): *The English East India Company: The Study of an Early Joint-Stock Company 1600–1640*. London: Frank Cass & Co. (1999): Reprint. London: Routledge.

Clulow, Adam (2014): *The Company and the Shogun: The Dutch Encounter with Tokugawa Japan*. New York, NY: Columbia University Press.

Coing, Helmut (1985 und 1989): *Europäisches Privatrecht*. Bd. I *Älteres Gemeines Recht (1500–1800)* / Bd. II *19. Jahrhundert (1800–1914)*. München: Verlag C. H. Beck.

Cooke, C. A. (1950): *Corporation, Trust and Company: An Essay in Legal History*. Manchester: Manchester University Press.

Coornaert, Émile L. J. (1967): „European Economic Institutions and the New World; The Chartered Companies". *The Cambridge Economic History of Europe, Volume 4 The Economy of Expanding Europe in the Sixteenth and Sevententh Centuries*, edited by E. E. Rich / C. H. Wilson. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 220–274. Reprinted 1975 und 1980.

Cordes, Albrecht /Jahntz, Katharina (2007): „Aktiengesellschaften vor 1807?" *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Habersack (siehe dort), 1–22.

Davis, Gerald F. (2008): „A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States". *European Management Review* [Online Ressource] 5/1, 11–21.

Davis, Gerald F. (2013): „After the Corporation". *Politics & Society* 41/2, 283–308, auch als Online Ressource verfügbar.

Davoudi, Leonardo / McKenna, Christopher / Olegario, Rowan (2018): „The historical role of the corporation in society". *Journal of the British Academy* 6, supplementary issue 1, 17–47.

De Tocqueville, Alexis (1835 und 1840): De la Démocratie en Amérique. 2 Bde., Paris: Charles Gosselin sowie viele Neuaufl. und Übersetzungen.

de Vries, Jan / van der Woude, Ad (1997): *The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Deutsch, Andreas (2007): „Die Aktiengesellschaft im Code de Commerce von 1807 und ihre Vorbildfunktion für die Entwicklung in Deutschland". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Habersack (siehe dort), 46–97.

Deutschmann, Christoph (2005): „Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise". *Finanzmarkt-Kapitalismus*, hrsg. von Paul Windolf (siehe dort), 58–84.

Dodd, Edwin Merrick (1954): *American Business Corporations until 1860, with Special Reference to Massachusetts*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

DuBois, Armand Budington (1938): *The English Business Company after the Bubble Act, 1720–1800*. New York, NY: Commonwealth Fund. (1971): Reprint. New York, NY: Octagon Books.

Dufour Geneviève (2012): *Les societates publicanorum de la République romaine: ancêtres des sociétés par actions?* Montréal et Genève: Les Éditions Thémis / Schulthess.

Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R. (1985): „Limited Liability and the Corporation". *The University of Chicago Law Review* 52/1, 89–117.

Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R. (1991): *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Farrar, Donald E. / Girton, Lance (1981): „Institutional Investos and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited". *The Journal of Finance* 36/2, 369–381.

Fichtner, Jan / Heemskerk, Eelke M. / Garcia-Bernardo, Javier (2017): „Hidden Power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financiel risk". *Business and Politics* [Online-Ressource] 27 April 2017, 28 Seiten.

Fleckner, Andreas M. (2010): *Antike Kapitalvereinigungen: Ein Beitrag zu den konzeptionellen und historischen Grundlagen der Aktiengesellschaft*. Köln: Böhlau Verlag.

Franks, Julian / Mayer, Colin (2001): "Ownership and Control of German Corporations". *The Review of Financial Studies* 14/4, 943–977.

Freedeman, Charles E. (1979): *Joint-Stock Enterprise in France, 1807–1867: From Privileged Company to Modern Corporation*. Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press.

Freedeman, Charles E. (1993): *The Triumph of Corporate Capitalism in France, 1867–1914*. Rochester, NY: The University of Rochester Press.

Freeman, Marc / Pearson, Robin / Taylor, James (2012): *Shareholder Democracies? Corporate Governance in Britain and Ireland Before 1850*. Chicago, Ill.: University of Chicago Press.

Fried, Jesse M. / Wang, Charles C. Y. (2019): „Short-Termism and Capital Flows". *The Review of Corporate Finance Studies* 8/1, 207–233. Zuvor ECGI Working Paper N° 342/2017, Stand Nov. 2018 und in dieser Form als Online-Ressource im Internet frei zugänglich.

Fried, Jesse M. / Wang, Charles C. Y. (2021): „Short-Termism, shareholder payouts and investment in the EU". *European Financial Management* 27, 389–413.

Gaastra, Femme (1988): „Die vereinigte Ostindische Compagnie der Niederlande: Ein Abriss ihrer Geschichte". *Kaufleute als Kolonialherren: Die Handelswelt der Niederländer vom Kap der Guten Hoffnung bis Nagasaki 1600–1800*, hrsg. von Eberhard Schmitt / Thomas Schleich / Thomas Beck. Bamberg: C.C. Buchners Verlag, 1–89.

Gaius: Ad edictum provinciale [et ad edictum aedilium curulium] libri XXXII [Kommentar zum Provinzialedikt (und zum Edikt der kurulischen Ädilen) in 32 Büchern], entstanden um die Mitte des 2. Jahrhunderts n. Chr. und nicht zusammenhängend überliefert, aber viele Einzelpassagen sind wiedergegeben in dem 538 bis 534 entstandenen Corpus Iuris Civilis, Abteilung Digesta.

Galbraith, John Kenneth (1967): *The New Industrial State*. Boston, MA: Houghton Mifflin, weitere Auflagen 1972, 1978, 1985.

Geiler, Karl (1927-1): *Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts*. Berlin: Carl Heymanns Verlag.

Geiler, Karl (1927-2): „Die wirtschaftsrechtliche Methode im Gesellschaftsrecht". *Beiträge zur Erläuterung des Deutschen Rechts* (begründet von J. A. Gruchot) 68 (= Neue Folge 5), 592–619.

Gerschenkron, Alexander (1962): „Economic Backwardness in Historical Perspective". In ders. *Economic Backwardness in Historical Perspective – A Book of Essays*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press, 5–30. Ursprünglich in Hoselitz,

Bert F. (Hrsg.) (1952): *The Progress of Underdeveloped Areas*. Chicago, Ill.: Chicago University Press.

Gerschenkron, Alexander (1968): „The Modernization of Entrepreneurship". *Continuity in History and Other Essays* by Alexander Gerschenkron. Cambridge, MA: The Belknap Press, 1968, 128–139. Ursprünglich in Weiner, Myron (Hrsg.) (1966): *Modernization: The Dynamics of Growth*. New York, NY: Basic Books.

Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preußischen Staaten …: Siehe unter Baums (Hrsg).

Gierke, Otto von (1887): *Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung*. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung. (2001): Nachdruck. Hildesheim: Weidmannsche Verlagsbuchhandlung.

Greenspon, Jacob (2019): „How Big a Problem Is It That a Few Shareholders Own Stock in So Many Companies?" *Harvard Business Review*, February 19, 2019, Updated February 22, 2019, Online-Resource im Internet, 10 Seiten.

Groten, Andreas (2015): *Corpus und universitas: Römisches Körperschafts- und Gesellschaftsrecht: zwischen griechischer Philosophie und römischer Politik*. Tübingen: Mohr Siebeck.

Guenther, David B. (2019): „Of Bodies Politic and Pecuniary: A Brief History of Corporate Purpose". *Michigan Business and Entrepreneurial Law Review* 9/1, 1–77.

Habersack, Mathias (2020): „Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht". *Archiv für die civilistische Praxis [AcP]* 220/4–5, 594–663.

Habersack, Mathias / Schürnbrand, Jan (2007): „Modernisierung des Aktiengesetzes von 1965". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Habersack (siehe dort), 889–943.

Handlin, Oscar / Handlin, Mary F. (1945): „Origins of the American Business Corporation". *The Journal of Economic History* 5/1, 1–23.

Hansmann, Henry / Kraakman, Reinier / Squire, Richard (2006): „Law and the Rise of the Firm". *Harvard Law Review* 119/5, 1333–1403.

Harris, Ron (2000): *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization, 1720–1844*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Harris, Ron (2020): *Going the Distance: Eurasian Trade and the Rise of the Business Corporation, 1400–1700*. Princeton, N. J.: Princeton University Press.

Hilferding, Rudolf (1910): *Das Finanzkapital: Eine Studie zur jüngsten Entwicklung des Kapitalismus*. Wien: Verlag der Wiener Volksbuchhandlung Ignaz Brand & Co. Zahlreiche Neuauflagen und Nachdrucke.

Höpner, Martin (2003): *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt a.M.: Campus Verlag.

Höpner, Martin / Krempel, Lothar (2005): „Ein Netzwerk in Auflösung: Wie die Deutschland AG zerfällt". *MPIfG Jahrbuch 2003–2004*, hrsg. vom Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln, 9–14.

Hopt, Klaus J. (1979): „Zur Funktion des Aufsichtsrats im Verhältnis von Industrie und Bankensystem". *Recht und Entwicklung der Großunternehmen im 19. und frühen 20. Jahrhundert: Wirtschafts-, sozial- und rechtshistorische Untersuchungen zur Industrialisierung in Deutschland, England, Frankreich und den USA*, hrsg. von Norbert Horn / Jürgen Kocka. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 227–242.

Hunt, Bishop Carleton (1936): *The Development of the Business Corporation in England, 1800–1867*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Investment Company Institute (ICI): Investment Company Fact Book 2024 [und jährl. Vor- und Neuaufl.], im Internet frei zugänglich unter www.icifactbook.org.

Ireland, Paddy (1996): „Capitalism Without the Capitalist: The Joint Stock Company Share and the Emergence of the Modern Doctrine of Seperate Corporate Personality". *Journal of Legal History* 17, 41–73.

Jensen, Michael C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers". *The American Economic Review* 76, 323–329.

Jensen, Michael C. (1989): "Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review* 67/5, 61–74.

Kalss, Susanne (2008): „Das Wechselspiel der österreichischen und deutsche Aktienrechtsentwicklung vom 19. zum 20. Jahrhundert". *Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa*, hrsg. von Susanne Kalss / Franz-Stefan Meissel. Wien: Manz Verlag, 79–101.

Kantorowicz, Ernst H. (1957): *The King's Two Bodies: A Study in Medieval Political Theology*. Princeton, N. J.: Princeton University Press.

Kaplan, Steven N. / Minton, Bernadette (2012): „How has CEO Turnover Changed?" *International Review of Finance* 12/1 (Special Issue Governance, Policy and the Crisis), 57–87.

Kaser, Max (1971 und 1975): *Das römische Privatrecht*. 2 Bde.: Erster Abschnitt [= Bd. I] *Das altrömische, das vorklassische und das klassische Recht*. Zweiter Abschnitt [= Bd. II] Die nachklassischen Entwicklungen. Jeweils 2. Aufl., München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung.

Kaser, Max / Knütel, Rolf/ Lohsse, Sebastian (2021): *Römisches Privatrecht*. 22. Aufl., München: Verlag C. H. Beck.

Kornemann, Ernst (1900): Artikel „Collegium". *Real-Encyclopädie der classischen Altertumswissenschaft*, begründet von August Friedrich Pauly und fortgeführt von Georg Wissowa, Neue Bearbeitung, 1. Reihe, Bd. 7, Stuttgart: Metzler, Sp. 380–480.

Kübler, Friedrich (2001): „The Impact of Equity Markets on Business Organization: Some Comparative Observations Regarding Differences in the Evolution of Corporate Structures". *European Business Organization Law Review [EBOR]* 2/3–4 (= Liber Amicorm Ernst Joachim Mestmäcker), 669–683.

Kuntz, Thilo (2012): „Corporate Purpose: konzeptionelle Grundlagen, rechtshistorische und rechtsdogmatische Aspekte". *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht [ZHR]*, 186/5, 652–701.

Kuntz, Thilo (2018): „German corporate law in the 20th century". *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, hrsg. von Harwell Wells. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 205–243.

Lamoreaux, Naomi R. / Rosenthal, Jean Laurent (2005): „Legal Regime and Contractual Flexibility: A Comparison of Business's Organizational Choices in France and the United States during the Era of Industrialization". *American Law and Economics Review* 7/1, 28–61.

La Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei (1999): „Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance* LIV/2, 471–517.

Larner, Robert J. (1966): „Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963". *The American Economic Review* 56/4–1, 777–787.

Lawson, Philip (1993): *The East India Company: A History*. London: Longman.

Lefebvre-Teillard, Anne (1981): „L'intervention de l'État dans la constitution des sociétés anonymes (1807–1867)". *Revue historique de droit français et étranger* 59/13, 383–418.

Lefebvre-Teillard, Anne (1991): „L'industrialisation et le droit: Le développement des sociétés par actions en france au XIX°S.". *Studien zur Einwirkung der Industrialisierung auf das Recht*, hrsg. von Helmut Coing. Berlin: Duncker & Humblot, 51–77.

Lehmann, Karl (1895): *Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce*. Berlin: Carl Heymanns Verlag. (1968): Nachdruck. Frankfurt a. M.: Verlag Sauer und Auvermann.

Lehmann, Karl (1898 und 1904): *Das Recht der Aktiengesellschaften*. 2 Bde., Berlin: Carl Heymanns Verlag. (1964): Nachdruck. Aalen: Scientia Verlag.

Levy, Jonathan (2021): *Ages of American Capitalism: A History of the United States*. New York, NY: Random House.

Lévy-Bruhl, Henri (1938): *Histoire juridique des sociétés de commerce en France au XVII et XVIII siècles*. Paris: Domat Montchrestien.

Lieder, Jan (2006): *Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit: Leitlinien der geschichtlichen Entwicklung sowie der Fortentwicklung des deutschen Aufsichtsratssystems*. Jena: Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft.

Lieder, Jan (2007): „Die 1. Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Mathias Habersack (siehe dort), 318–387.

Lloyd, T. H. (1977): *The English Wool Trade in the Middle Ages*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Lucassen, Jan / De Moor, Tine / van Zandern, Jan Luiten (2008): „The Return of the Guilds: Towards a Global History of Guilds in Pre-Industrial Times". *International Review of Social History* 53/S16 [= Supplement 16], 5–18.

Macey, Jonathan R. (2008): „A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford". *Virginia Law & Business Review* 3/1, 177–190.

Maitland, Frederic William (1936): „Trust and Corporation". *Maitland - Selected Essays*, edited by H. D. Hazeltine / G. Lapsley / P. H. Winfield. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 141–222.

Malmendier, Ulrike (2002): *Societas publicanorum: Staatliche Wirtschaftsaktivitäten in den Händen privater Unternehmer*. Köln: Böhlau Verlag.

Malmendier, Ulrike (2009): „Law and Finance ‚at the Origin'". *Journal of Economic Literature* 47/4, 1076–1108.

Manne, Henry G. (1965): „Mergers and the Market for Corporate Control". *The Journal of Political Economy* 73, 110–120.

Marx, Karl (1894): *Das Kapital: Kritik der Politischen Ökonomie*. Bd. III *Der Gesamtprozess der kapitalistischen Produktion*, hrsg. v. Friedrich Engels. Hamburg: Verlag von Otto Meissner. (1964): hier verwendete Neuauflage. Berlin: Dietz Verlag, mit vielen Nachdrucken [= Marx-Engels-Werke, Bd. 25].

Merkt, Hanno (1996): „Vom Konzessionssystem zum Delaware-Effekt: Die Entwicklung des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts". *Zeitschrift für Rechtsvergleichung, Internationales Privatrecht und Europarecht [ZfRV, jetzt Zeitschrift für Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung]* 37, 1–11. Auch in Merkt, Hanno (2001): *Beiträge zur Börsen- und Unternehmensgeschichte*. Frankfurt a. M.: Peter Lang, 305–337.

Micklethwait, John / Woolridge, Adrian (2003): *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*. New York, NY: The Modern Library. (2005): Paperback edition.

Mitteis, Heinrich / Lieberich, Heinz (1992): *Deutsche Rechtsgeschichte*. 19. Aufl., München: Verlag C. H. Beck.

Moore, Barrington, Jr. (1966): *Social Origins of Dictatorship and Democracy: Lord and Peasant in the Making of the Modern World*. Boston, MA: Beacon Press. Viele Neuausgaben, unter anderem (1969): Harmondsworth, UK: Penguin Books.

Morley, John (2016): „The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History". *Columbia Law Review* 116/8, 2145–2197.

Morse, Geoffrey / Braithwaite, Thomas (2020): *Partnership and LLP Law*. 9. Aufl., Oxford, UK: Oxford University Press.

Mülbert, Peter O. (2005): „Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft". *Festschrift für Volker Röhricht*, hrsg. von Georg Crezelius / Heribert Hirte / Klaus Viehweg. Berlin: de Gruyter, 421–442.

Nef, John U. (1940): *Industry and Governmant in France and England 1540–1640*. Philadelphia, PA: Memoirs of the American Philosophical Society, Volume XV. (1957): Reprint. Ithaca, N. Y.: Great Seal Books.

Pahlow, Louis (2007): „Aktienrecht und Aktiengesellschaft zwischen Revolution und Reichgründung: Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Habersack (siehe dort), 237–286.

Pahlow, Louis (2007): „Das Aktienrecht im Handelsgesetzbuch von 1897". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/ Habersack (siehe dort), 415–439.

Phillips, Andrew / Sharman, J. C. (2020): *Outsourcing Empire: How Company-States Made the Modern World*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Pistor, Katharina (2019): *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Polanyi, Karl (1944): *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. New York, NY: Farrar & Rinehard. Viele Neuauflagen, auf deutsch namentlich und hier verwendet (1978): The Great Transformation: Politische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen. Frankfurt a. M.: Suhrkamp Taschenbuch Verlag [stw 260].

Postan, Michael (1987): „The Trade of Medieval Europe: the North". *The Cambridge Economic History of Europe, Volume 2, Trade and Industry in the Middle Ages*, 2nd edition, edited by M. M. Postan / Edward Miller / Cynthia Postan. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 168–305.

Power, Eileen Edna (1941): *The Wool Trade in English Medieval History*. Oxford: Oxford University Press. Reprinted 1942, 1949, 1955.

Raiser, Thomas (1969): *Das Unternehmen als Organisation: Kritik und Erneuerung der juristischen Unternehmenslehre*. Berlin: de Gruyter.

Rappaport, Alfred (1986): *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York, NY: The Free Press. (1998): 2. Aufl. daselbst mit dem neuen Untertitel *A Guide for Managers and Investors*.

Rathenau, Walther (1917): *Vom Aktienwesen: Eine geschäftliche Betrachtung*. Berlin: S. Fischer.

Reckendrees, Alfred (2012): „Zur Funktion der Aktiengesellschaften in der frühen Industrialisierung". *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte / Economic History Yearbook [JbWG]* 53/2, 137–174.

Reckendrees, Alfred (2013): „Historische Wurzeln der Deutschland AG". *Die 'Deutschland AG'*, hrsg. von Ralf Ahrens u. a. (siehe dort), 57–84.

Rostovtzeff, Michael Ivanovich (1957): *The Social and Economic History of the Roman Empire*. Second edition revised by P. M. Fraser, 2 Bde., Oxford, UK: Oxford University Press.

Rothweiler, Estelle / Geyer, Stefen (2007): „Von der *compagnie de commerce* zur *société anonyme* – Die Geschichte der Aktiengesellschaft in Frankreich bis zum *Code de commerce*". *Aktienrecht im Wandel, Bd. 1*, hrsg. von Bayer/Mathias Habersack (siehe dort), 23–45.

Ruffner, Markus (2000): *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft: Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance*. Zürich: Schulthess.

S&P Global Market Intelligence / DIRK – Deutscher Investor Relations Verband (2024): *Who Owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX in 2023*. Eleventh Edition, im Internet frei zugänglich unter www.dirk.org.

Schilling, Wolfgang (1980): „Das Aktienunternehmen". *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht [ZHR]* 144, 136–144.

Schubert, Werner / Hommelhoff, Peter (Hrsg.) (1985): *Hundert Jahre modernes Aktienrecht: Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen*. Berlin: de Gruyter.

Schubert, Werner (Hrsg.) (2017): *Vom Konzessions- zum Normativsystem: Materialien zur Aktienrechtsnovelle 1870*. Berlin: de Gruyter.

Scott, William R. (1910–1912): *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*. 3 Bde., Cambridge, UK: Cambridge University Press. (2012): Volume 1 *The General Development of the Joint Stock System*. (1910): Volume 2 *Companies for Foreign Trade, Colonization, Fishing and Mining*. (1911): Volume 3 *Water Supply, Postal, Street Lighting Manufacturing, Banking, Finance and Insurance Companies, Also Statements Relating to the Crown Finances*. Reprint Gloucester, MA: Peter Smith 1968.

Seavoy, Ronald E. (1982): *The Origins of the American Business Corporation, 1784–1855: Broadening the Concept of Public Service during Industrialization*. Westport, Conn.: Greenwood Press.

Seldeslachts, Jo / Newham, Melissa / Banal-Estanol, Albert (2017): „Changes in common ownership of German Companies". *DIW [= Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung] Economic Bulletin* 30.2017, als Online-Ressource frei zugänglich.

Shaw, John (Hrsg.) (1887): *Charters Relating to the East India Company from 1600 to 1761, Reprinted from a Former Collection with some Additions and a Preface, by John Shaw, for the Government of Madras*. Madras: Govenment Press. Auch als Google Book frei im Internet zugänglich.

Sirks, Adriaan Johan Boudewijn (1991): *Food for Rome: The Legal Structure of the Transportation and Processing of Supplies for the Imperial Distributions in Rome and Constantinople*. Amsterdam: Gieben.

Smith, Adam (1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 2 Bde., London: Strahan/Cadell. Viele Neuauflagen, etwa London: Penguin Classics, 1999.

Spencer Stuart (2025): 2024 U.S. Spencer Stuart Board Index. Nebst zahlreicher Voraufl., im Internet frei zugänglich unter der Bezeichnung 2024_us_spencer_stuart_board_index, www.spencerstuart.com.

Stern Philip J. (2011): *The Company State: Corporate Sovereignty and the Early Modern Foundations of the British Empire in India*. Oxford: Oxford University Press.

Stern Philip J. (2016): „The English East India Company and the Modern Corporation: Legacies, Lessons and Limitations". *Seattle University Law Review* 39/2, 423–445.

Stout, Lynn (2012): *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*. San Francisco: Berret-Koehler Publishers.

Summers, Lawrence H. (2017): „Is Corporate Short Termism Really a Problem? The Jury's still Out". *Harvard Business Review* [Online-Ressource] February 16, 2017, 3 Seiten.

Szramkiewicz, Romuald (1989): *Histoire du droit des affaires*. Paris: Montchrestien.

Thrupp, Sylvia L. (1963): „The Guilds". *The Cambridge Economic History of Europe, Volume 3, Economic Organization and Policies in The Midddle Ages*, edited by M. M. Postan / E. E. Rich / E. Miller. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 230–280.

Teubner, Gunther (1987): „Unternehmenskorporatismus: New Industrial Policy und das „Wesen" der juristischen Person". *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft [KritV]* 61, 61–85.

Ulpianus, Domitius: Ad edictum libri LXXXIII [Kommentar zum prätorischen Edikt in 83 Büchern], entstanden Anfang des 3. Jahrhunderts n. Chr. und nicht zusammenhängend überliefert, aber sehr viele Einzelpassagen sind wiedergegeben in dem 538 bis 534 entstandenen Corpus Iuris Civilis, Abteilung Digesta.

van Goor, Jurrien (1994): *De Nederlandse Koloniën: Geschiedenis van de Nederlandse expansie, 1600–1975*. Den Haag: SDU Uitgeverij.

Williamson, Oliver E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York, NY: The Free Press.

Windolf, Paul (Hrsg.) (2005): *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften (= Sonderheft 45/2005 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie).

Windolf, Paul (2005): „Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?". *Finanzmarkt-Kapitalismus*, hrsg. von Paul Windolf (siehe dort), 20–57.

Windolf, Paul (2013): „Aufstieg und Auflösung der Deutschland AG (1896–2010)". *Gegenblende Das gewerkschaftliche Debattenmagazin* [Online-Ressource] 10. Dezember 2013, 4 Seiten.

E-Mail-Adresse des Verfassers: bezzenb@uni-potsdam.de