



MPI Gemeinschaftsgüter  
Martin Hellwig



# Corporate Governance als ordnungspolitisches Problem

---

Akademie der Wissenschaften  
Düsseldorf, Juni 2015

# Fürstenbergs Sicht des Problems



- Aktionäre sind dumm und frech
- Dumm, weil sie einem anderen ihr Geld geben, ohne kontrollieren zu können, was damit geschieht.
- Frech, weil sie für ihre Dummheit noch belohnt werden möchten und eine Dividende verlangen

# Zur Entwicklung der vergangenen drei Jahrzehnte



- „Shareholder Value“: 1985 ein schmutziges Wort, 2000 der Maßstab für Unternehmen
- Dramatische Änderungen in Struktur und Höhe der Vorstandsbezahlung
- Große Aktienkursanstiege - Rhetorik der „Marktdisziplin“ - Aufstieg der Hedge Funds
- Umstrukturierungen und Verkäufe
- Verkürzung der Vorstandszeiten
- Anstieg der Macht des Aufsichtsrats

# Was ist davon zu halten?



- Empörung in Politik, Medien und Öffentlichkeit: „Heuschrecken“
- ... und Hilflosigkeit
- Ökonomische Theorie (?): Verbesserte Anreizsystem
- Kritik: Nicht Anreizverbesserung, sondern Selbstbedienung, Bereicherung
- Warum fand die Entwicklung statt?
- Warum gerade in dieser Zeit?

# Krupp – Thyssen vs. Mannesmann - Vodafone



- 1998: Die vereitelte feindliche Übernahme von Thyssen durch Krupp hätte das Vermögen der Aktionäre um 3 Mrd. DM gesteigert.
- Die Vereitelung hätte in den USA Schadensersatzklagen nach sich gezogen.
- 2000: Der Mannesmann-Vorstand verbittet sich eine Einmischung der Politik und erreicht eine mehr als 100%-Wertsteigerung für die Aktionäre.
- Die Boni, die „dafür“ bezahlt wurden, führen zu Strafverfahren, denn das Management ist „der Gesellschaft“ zuständig und nicht den Aktionären.

# Der vertragstheoretische Ansatz der Ökonomie



## Shleifer and Vishny (1997), A survey on corporate governance

- “corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments”
- “advanced countries ... have assured the flow of enormous amounts of capital to firms and the actual repatriation of profits to the providers of finance”

# Politikrelevanz



## “Washington Consensus”:

- Der IWF beurteilt Rechtssysteme und Systeme der Unternehmenskontrolle nach den von Shleifer und Koautoren entwickelten Maßstäben – nach diesen Maßstäben sind die USA das Modell
- Abweichungen geben Anlass zu Auflagen
- Beispiel: Korea 1998

Rechtsprechung des EuGH zu “Golden Shares”  
folgt einem ähnlichen Muster

# Der vertragstheoretische Ansatz



- Unternehmen brauchen Mittel für Investitionen.
- Der Finanzsektor lenkt die Mittel der privaten Haushalte in den Unternehmenssektor.
- Die Geldgeber brauchen Schutz vor einer Veruntreuung der Mittel.
- Schuldenfinanzierung: Rechtstitel auf Zahlung
- Aktienfinanzierung: Kein Rechtstitel auf Zahlung, nur auf Gleichbehandlung und Mitsprache



# Mitsprache als Problem



- Berle & Means 1932: Trennung von Eigentum und Kontrolle als Problem
- Welche Anreize haben Aktionäre mitzureden?
- Welche Möglichkeiten haben Aktionäre mitzureden?
- Feindliche Übernahmen als Ausweg?
- Poison Pills als Gegenmittel
- Anti-Takeover-Gesetze

# Beispiel: Die alte SBG/UBS



- 1975: Einführung von Namensaktien mit fünffachem Stimmrecht und Vinkulierung
- 1990: Ersetzung der Vinkulierung durch eine 5%-Grenze für Stimmabgabe
- 1994: Aufhebung des Unterschieds Namensaktien – Inhaberaktien (und des Mehrfachstimmrechts für Namensaktien)
- Abwehr eines Außenseiters unter dem Applaus von Medien und Politik.
- “Wir sind nicht nur für die Aktionäre da. Wir haben eine volkswirtschaftliche Verantwortung”

# Wie funktionierte das?



- Ges. Vorschrift: Wenn der Kunde nichts anderes sagt, muss das Depotstimmrecht im Sinne der Unternehmensleitung ausgeübt werden.
- 1994: Inhaber- und Namensaktien stimmten zusammen ab über eine Maßnahme, die den relativen Status betraf.
- 1994: Ein großer Block Namensaktien, die die Bank selber hielt, wurde an Leo Kirch verkauft und per Termin zurückgekauft, und Kirch stimmte im Sinn der Unternehmensleitung
- 1995: Einigkeit in der Opposition gegen die Unternehmensleitung ist Grund für die Anwendung der 5% Grenz.

# Analyse



- Der Zeithorizont der AG ist unbegrenzt, und es gibt viele Gelegenheiten, die „Verträge“ neu zu schreiben
- Das Neuschreiben der Verträge betrifft die Verteilung von Macht und Mitsprache; die Initiativen kommen vom Management selbst.
- Inhalte und Instrumente zeugen vom Erfindungsreichtum des Managements – nicht im Vorhinein kontrahierbar.
- In der Auseinandersetzung beruft sich die Unternehmensleitung auf ihre gesellschaftliche Verantwortung
- Und erhält dafür den Beifall und die Unterstützung von Politik und Medien!

# Gesellschaftliche Verantwortung – was ist das?



- Eine Leerformel, die das Unternehmen dem Zugriff der Aktionäre entzieht?
- „Verantwortung“ – Gesinnung à la Jonas
- Oder Rechtsfigur?
- „Rechenschaft ablegen für etwas gegenüber jemandem“
- Adressat: Die Bild-Zeitung? Günther Jauch?
- Inhalt: Sollen Banken Risiken vermeiden oder Kredite vergeben? Das kann ein Konflikt sein!
- Politik akzeptiert die Formel. 1937 „Der gemeine Nutzen von Volk und Reich“ – Entmachtung der HV – Führerprinzip im Vorstand

# Freie Marktwirtschaft als Ordnungsprinzip



- Marktwirtschaft überlässt dem einzelnen – Person oder Unternehmen – die Bestimmung von Zielen und Handlungen – lässt ihn aber auch haften
- Gesellschaftliche Interessen sind explizit durch Regulierung, Steuern und Verbote zu regeln
- „Golden Shares“ als Mitsprachemöglichkeit für den Staat widerspricht dem Prinzip
- ... Vom EuGH weitgehend verboten.
- Ausnahmen erfordern genaue Spezifizierung der zu schützenden gesellschaftlichen Interessen

# Wem „gehört“ das Unternehmen?



- Den Aktionären? So die US Doktrin heute
- Jedoch: Den Aktionären gehören die Aktien
- Blair: Aktiengesellschaften wurden gegründet, um den Zugriff der Teilhaber auf Vermögenswerte zu verhindern – auch in den USA
- Permanenz der Institution als Schutz vor den Teilhabern
- ... Vertrauensschutz der Teilhaber untereinander
- ... Schutz der Vertragspartner, Arbeitnehmer, Gläubiger, Lieferanten

# Regelungsmechanismen



- Verträge
- Gerichtlich durchsetzbare Rechte
- Mitsprache
- Wer bekommt welche Rechte?
- Aktionäre – siehe Fürstenberg
- ... Außer bei Unternehmensübernahmen über die Börse
- Mitbestimmung als Mitsprache über die Vertragsregelungen hinaus
- ... Hat de facto die Macht der Manager verstärkt



# Wie dumm sind die Aktionäre?



- Rolle der Börsen für Unternehmensfinanzierung in Deutschland und anderen Ländern Kontinentaleuropas gering
- In USA spielen Börsen eine größere Rolle, schaffen Wachstumsspielräume in kritischen Phasen, machen Unternehmensleitungen unabhängiger von Banken

# Spielt es eine Rolle?



- Shleifer-Vishny: Unterfinanzierung der Unternehmen
- Gegenposition: Managermacht stützt Innenfinanzierung
- Chandler: Die zweite industrielle Revolution wurde weitgehend intern finanziert, in Unternehmen, die von den Managern geleitet wurden
- Problem: Wie funktioniert Strukturwandel?
- Strukturwandel innerhalb der Unternehmen wahrt Kontinuität, aber: Wissen die, was sie tun?

## Zwei Beispiele



- Daimler: Vom Autohersteller zum Technologiekonzern? – AEG, Dornier, MBB
- Mannesmann: Vom Stahlhersteller zum Ingenieurunternehmen zum Telekommunikationskonzern

# Warum der Wandel?



## Ein Paradox

- In den USA kam es in den Jahren 1990 – 1995 gleichzeitig zu einer Verfestigung der Verteidigungsmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen und zu einem Vordringen des Worts „Shareholder Value“ .
- „Marktdisziplin“ funktioniert, weil die Manager sich dem unterwerfen, nicht weil die Aktionäre so viel Macht hätten.
- Ein Hedge Fund mit 6 % der Aktien hat nur deshalb Macht, weil das Management Kurssenkungen fürchtet
- Warum?

# Boni



- Jensen-Murphy 1990: Nur 3 % der Entlohnung des Top Managements in den USA hängt von Gewinnen oder Börsenwerten ab
- Vollständiger Wandel bis 1995
- Verbesserung von Anreizsystemen?
- Die tatsächlich genutzten Systeme haben wenig mit Anreizen zu tun und viel mit Bereicherung (Bebchuk&Fried)
- „Shareholder Value“ als Vorwand?

# Warum gerade in den 1990er Jahren?



- Potential für Bereicherung durch Restrukturierung:
  - Globalisierung (Asien) ?
  - Die Öffnung Osteuropas ?
  - Die durch die IT-Revolution und das Internet ermöglichten neuen Produktions- und Organisationsverfahren ?
- Änderung favorisieren Kapital und mobile Eliten relativ zu immobilen Faktoren (Ungelernte, Staat, Politik)
- Umverteilung als Folge?

# Hilflosigkeit der Politik



- Missbräuchliches Verhalten
- .... Führt zu Polemik wird aber nicht wirksam bekämpft – Gesetzgebung gegen Einflussmöglichkeiten der Eigenkapitalgeber (Hedge Funds)
- Beispiel Deutsche Börse AG: Das Management will das Geld der Firma benutzen, um sich selbst zum Vorstand einer Weltbörse (London) zu befördern, zum Schaden des Finanzplatzes Frankfurt – Politik und Öffentlichkeit kritisieren die Hedge Funds, die sich dagegen wenden.
- Keine wirksamen rechtlichen Handhaben

# Hilflosigkeit der Politik



- Sind die Top-Manager die Matadore unserer „National Champions“, die für Gott, Vaterland und das Unternehmen in den Kampf ziehen?
- Oder verwandeln sie den *ordre public* hin zu einem System, in dem sie als Warlords operieren, wie die Generäle im China der 1920er Jahre?



# Normative Erwägungen



## Das Problem des Strukturwandels

- Strukturwandel durch Großunternehmen beinhaltet ein Risiko der Ossifizierung und des Nachhinkens
- Beispiel: Verlust der Führungsposition bei Pharma, kaum Beteiligung bei IT
- "Marktdisziplin" hat in den USA erhebliche Ausschüttungen erzwungen und maßgeblich zur Entwicklung der IT-Führungsrolle beigetragen – Strukturwandel durch "Verrückte"
- "Marktdisziplin" kann allerdings auch gesellschaftliche Kontinuität zerstören, mit erheblichen Rückwirkungen auf das Gemeinwesen.

# Normative Erwägungen



Politische Macht der Großunternehmen ist ein Problem

- Unkontrollierte Macht über große Ressourcen ist ein Risiko für das Gemeinwesen.
- Diese Macht kann die Kommunikations- und Entscheidungsprozesse in Politik, Justiz und Medien korrumpieren.
- Mitsprache im Unternehmen verlagert das Problem nur
- Möglichkeiten der Störung durch Außenseiter können es vielleicht etwas entschärfen